
الدكتور/ أزهري الطيب الفكي أحمد
أسواق
المـــال
أسواق المال
الدكتور/ أزهري الطيب الفكي أحمد

أسواق المال



الطبعة الأولى

٢٠١٧م

المملكة الأردنية الهاشمية

رقم الإيداع لدى دائرة المكتبة الوطنية

(١١٥/ ١/ ٢٠١٦) مركز الايداع ٣٣٢,٣٥

الواصفات:الاسواق المالية// الاقتصاد

الترقيم الدولي **978-9957-594-49-7**

اسواق المال

الدكتور: أزهري الطيب الفكي احمد

دار الجنان للنشر والتوزيع

عمان – العبدلي - مجمع جوهرة القدس التجاري – ط(M)

- هاتف: **00962 6 4659891** تلفاكس: **00962 6 4659892**
- موبايل: **00962 795747460** موبايل: **00962 796295457**
- هاتف السودان – الخرطوم **00249 918064984**
- **www.daraljenan.com**
- البريد الإلكتروني: **dar_ jenan@yahoo.com**

daraljenanbook@gmail.com

اسواق المال

الدكتور

أزهري الطيب الفكي احمد



من السنة النبوية الطاهرة الشريفة

(عَنْ قَيْسِ بْنِ أَبِي غَرَزَةَ قَالَ: كُنَّا فِي عَهْدِ رَسُول اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ نُسَمَّى السَّمَاسِرَةَ فَمَرَّ بِنَا رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ فَسَمَّانَا بِاسْمٍ هُوَ أَحْسَنُ مِنْهُ فَقَالَ يَا مَعْشَرَ التُّجَّارِ إِنَّ الْبَيْعَ يَحْضُرُهُ اللَّغْوُ وَالْحَلْفُ فَشُوبُوهُ بِالصَّدَقَة) [ابن ماجه]

****

(عَنْ إِسْمَاعِيلَ بْنِ عُبَيْدِ بْنِ رِفَاعَةَ عَنْ أَبِيهِ عَنْ جَدِّهِ أَنَّهُ خَرَجَ مَعَ النَّبِيِّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ إِلَى الْمُصَلَّى فَرَأَى النَّاسَ يَتَبَايَعُونَ فَقَالَ: يَا مَعْشَرَ التُّجَّارِ فَاسْتَجَابُوا لِرَسُول اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ وَرَفَعُوا أَعْنَاقَهُمْ وَأَبْصَارَهُمْ إِلَيْهِ، فَقَالَ: إِنَّ التُّجَّارَ يُبْعَثُونَ يَوْمَ الْقِيَامَةِ فُجَّارًا إِلا مَنِ اتَّقَى اللَّهَ وَبَرَّ وَصَدَقَ) [الترمذي]

أعوذ بالله من الشيطان الرجيم

" وَجَآءَتۡ سَيَّارَةٞ فَأَرۡسَلُواْ وَارِدَهُمۡ فَأَدۡلَىٰ دَلۡوَهُۥۖ قَالَ يَٰبُشۡرَىٰ هَٰذَا غُلَٰمٞۚ وَأَسَرُّوهُ بِضَٰعَةٗۚ وَٱللَّهُ عَلِيمُۢ بِمَا يَعۡمَلُونَ ﴿١٩﴾ وَشَرَوۡهُ بِثَمَنِۭ بَخۡسٖ دَرَٰهِمَ مَعۡدُودَةٖ وَكَانُواْ فِيهِ مِنَ ٱلزَّٰهِدِينَ ﴿٢٠﴾ وَقَالَ ٱلَّذِي ٱشۡتَرَىٰهُ مِن مِّصۡرَ لِٱمۡرَأَتِهِۦٓ أَكۡرِمِي مَثۡوَىٰهُ عَسَىٰٓ أَن يَنفَعَنَآ أَوۡ نَتَّخِذَهُۥ وَلَدٗاۚ وَكَذَٰلِكَ مَكَّنَّا لِيُوسُفَ فِي ٱلۡأَرۡضِ وَلِنُعَلِّمَهُۥ مِن تَأۡوِيلِ ٱلۡأَحَادِيثِۚ وَٱللَّهُ غَالِبٌ عَلَىٰٓ أَمۡرِهِۦ وَلَٰكِنَّ أَكۡثَرَ ٱلنَّاسِ لَا يَعۡلَمُونَ ﴿٢١﴾ "سورة يوسف"

إهداء

الى من لايفارقنى الحنين اليهما وأسأل الله أن يجمعنافى الفردوس الأعلى أمى و أبى

الى رياحين عمرى ...إشقائى وشقيقاتى

الى شموع وزهرات فى حياتى ...رفيقة دربى ، وداد عبدالرحيم

وأبنائى .. الطيب و زينب وآلاء

الى كل معلم ومعلمة يحمل ويبلغ رسالة معلم البشرية

الى جميع الأهل والعشيرة

وقريتى.. البويضاء

أهدى هذا السفر

إفتتاحية

إنه لمن دواعى سرورى وإعتزازى أن أكتب هذه الإفتتاحية لكتاب "أسواق المال" للأخ الصديق الدكتور/ أزهرى الطيب الفكى أحمد، الذى تولى مؤخراً قيادة هذا الصرح الإقتصادى الهام بالسودان "سوق الخرطوم للأوراق المالية" وكعادته دوماً، فأنه ما تولى المسئولية العامة فى موقع ما ،إلا وأثراه وأضاف إليه من خبراته التراكمية المعمقة وتجربته العملية الواسعة ، ما يضمن أن يحدث به نقلات نوعية وطفرات هائلة فى الأداء المتميز مؤسسياً ومهنياً ، تحقيقاً لأفضل النتائج المالية والتشغلية . أما هذا السفر الذى بين أيدينا "ألا وهو كتاب أسواق المال " فقد أصاب فيه الأخ الدكتور أزهرى ، أكرمه الله و أعزه ، أهم الأهداف التى تعطى الصورة الواضحة المعالم لجميع المعنيين بشأن الأسواق المالية، تعريفاً بها من حيث الأهمية الإقتصادية وشروط إنشائها وكذلك العوامل الأساسية أو الحرجة التى ينبغى ان تتوافر فى السوق المالى، كما تتطرق الكاتب الأديب لمختلف أنواع وأشكال أسواق المال وهياكلها ومتطلباتها القانونية ، إضافةً للهياكل التنظيمية التى تقوم عليها مثل هذه المنشآت الاقتصادية الحيوية .

ولم يكتف الكاتب بذلك بل نفذ الى آليات عمل تلك الأسواق وتناولها بالشرح الممتع والتحليل العلمى والعملى الدقيق مستعرضاً أهم العوامل الإقتصادية والبيئية المؤثرة عليها، كما أوضح الأهمية الإقتصادية لهذه الأسواق ودورها الريادى فى إحداث الأثر الإيجابى المطلوب فى مجمل الاقتصاد الوطني ، مستفيدا من خبراته السابقة فى وزارة التخطيط الإقتصادى و وزارة المالية وعمله فى البنوك التجارية المحلية والإقليمية وشركة السودان للخدمات المالية بجانب عمله بالبنك المركزى حتى مساعد محافظ وقيامه على إنشاء مصفاة السودان للذهب ، علاوة على خبرته الطويلة فى مجال التدريس بالجامعات والإشراف على الرسائل العلمية الجامعية .

وفى ختام هذه السطورالمتناسقة الرائعة تناول الكاتب الواقع التطبيقى مسقطاً كل ذلك على "سوق الخرطوم للأوراق المالية" توضيحاً للقانون الذى قام عليه السوق ودور شركات الوساطة الماليه وتعريف الاوراق المالية المتداولة فى سوق الخرطوم ، منهياً هذا الحديث الشيق السلس بإستقراء المستقبل لسوق الخرطوم للاوراق المالية والتحديات المتوقعة فى الواقع السياسى والاقتصادى والتقنى على الخلفية القانونية والبيئية الحالية.

وفى ختام هذه الإفتتاحية، لعل من نافلة القول أن نشيد بالأهمية الإستراتيجية لهذا السعي العلمى والعملى الرفيع مؤكدين على الفائدة العلمية والمهنية الكبيرة والأثر الإيجابى المتنوع لكل من يطلع على صفحاتة الغنية معنىً ومبناً ، متمنياً للجميع قضاء أطيب الأوقات وأمتعها بين صفحاته ، وداعياً المولى العلى القدير أن يجزى الأخ الدكتور أزهرى الطيب ، خير الثواب ويكتب له التوفيق والسداد فى كآفة أعماله ومشروعاته الحالية والمستقبلية أن شاء الله.

بروفيسر / هادى محمد أحمد التجانى

مستشار رئاسة جمهورية السودان (سابقاً)

الرئيس التنفيذى لمركز أبو ظبى العالمى للتميز

منسق عام جائزة الشيخ خليفة للأداء الحكومى المتميز

تقــديم :

شــرفني الأخ الكــريم والباحــث الصــبور الــدكتور/ أزهــري الطيــب الفكــي احمـد وللمـرة الثانيـة كـي اقـدم لكتابـه هـذا عـن اسـواق المـال وهـو أمـر محبـب الـي نفسـي وتجـربتي ،وظـني انـه طلـب مـني ذلـك لطـول علاقـتي بهـذا الامـر منـذ ان شاركت في إنشـاء سـوق الخرطـوم لـلأوراق الماليـة في اطـار سـوق للمـال في السـودان وذلــك في أغســطس ١٩٩٢م مباشــرة بعــد تطبيــق سياســات التحريــر الاقتصــادي والــذي كــان أحــد اهــدافها إســتقطاب مــدخرات المجتمــع الــداخلي ومــدخرات الاخـرين مـن خـارج الـبلاد لـدفع عجلـة التنميـة في الـبلاد ، اضـافة الـي تمكـين هـذه الآليـة مـن تسـهيل عمليـات الاستخصـاص والـتي انتهجتهـا الدولـة في ذلـك الوقـت والحمد لله الـذي قـيض للـدكتور/ أزهـري الطيـب الفكـي إمكانيـة الانتهـاء مـن هـذا الكتاب البسيط في لغته والشامل في تغطيتة وشرحه لهذا الموضوع الهام .

يقــع الكتــاب في خمــس ابــواب أساســية ، يتحــدث البــاب الاول وفصــوله الــثلاث عــن ماهيــة الاســواق الماليــة وفيهــا تعريــف دقيــق لماهيــة هــذه الاســواق وانواعهـا وهـي بـلا شـك اليـات ماليـة نشـات في ظـل الاقتصـاديات الـتي تتبـع نظـام الســوق وتقــوم بتنفيــذ السياســات الكليــة لنظــام الســوق (اي النظــام الراسمــالي) لـذلك لا نجـد لهـا وجـود في ظـل الـدول الموجهـة اقتصـادياً كـدول الاتحـاد السـوفيتي السابق . عليـه نجـد ان ظهـور الاسـواق في تلـك الـدول جـاء بعـد انهيـار تلـك الـنظم وفي نفـس الوقـت نجـد ان الصـين نفسـها انشـات هـذا الاسـواق بعـد ولوجهـا نظـام السوق.

البــاب الثــاني والــذي يشــتمل علــي أربعــة فصــول نجــد فيهــا جــرداً قيمــاً للازمـات الشـهيرة والممارسـات غـير الاخلاقيـة الـتي عـادة مـا تـؤدي الـي مثـل هـذه الازمـات وذلـك يرجـع الـي الحساسـية المطلقـة لهـذا الاسـواق لانهـا تتعلـق بحركـة المال ومدخرات المجتمع.

امـا البـاب الثالـث وفيـه فصـلان ويتعلقـان بـالتعريف ببعضاالأسـواق و البورصـات و بالمنظمـات الدوليـة والاقليميـة الـتي تعـني بأسـواق المـال ، موضـحا أن الهـدف مـن هـذه التنظيمـات هـو التنسـيق بـين هـذه الاسـواق المدرجـة في هـذه التنظيمـات وتبـادل المعلومـات بينهـا لتعريـف كـل سـوق بـالاخر ومـدى إمكانيـة الاسـتفادة مـن بعضـهم الـبعض مـن النـواحي الماليـة والفنيـة والسـودان عضـو في اتحـاد الاسـواق العربيـة والجـدير بالـذكر ان إدراج اسـهم شـركة سـوداتيل في التسعينات كـان سـببا مباشـرا في لفـت انتبـاه المسـتثمرين مـن دول الخلـيج بـان نشـاطاً غـير مسـبوق ينـتظم السـودان ممـا دفـع بـالكثيرين مـنهم المسـاهمة في هـذه الشـركة وغيرها .

واخـر اتحـاد قبـل اعـوام قليلـة هـو اتحـاد اسـواق السـلع الافريقـي والسـودان ممثـل فيـه بصـفته مراقـب لانـه لم ينشـئ بعـد سـوقا للسـلع ولكـن اجتماعاتـه غـير منتظمـة بـالرغم مـن ان رئاسـتة لاثيوبيـا والـتي بهـا انجـح سـوق للسـلع في القـارة كلها.

البـاب الرابـع ويشـمل علـي ثلاثـة فصـول وهـو بـاب هـام يتعلـق بـدور الاسـواق الماليـة في الاقتصـاد القـومي . فبالاضـافة الـي اهميـة هـذه الاسـواق في اسـتقطاب المـدخرات داخليـا وخارجيـا مـن اجـل التنميـة عـبر صـيغة الشـركات العامـة فـان لهـا دوراً اخـراً هامـاً وهـو العمـل علـي تفـادى عمليـات غسـل الامـوال من ان تجد طريقاً الـي الشـرعية عـبر هـذه الاسـواق ، ثـم وجـود هيئـات عليـا تشـرف علـي هـذه الاسـواق في كـل بلـد يؤسـس لهـذا الاسـواق هـو مـن اهـم الروائـع للمسـتثمرين الاجانـب لان وجـود مثـل هـذه الهيئـات يعطـيهم الثقـة في الاسـواق التي يدخلون فيها كمستثمرين .

الباب الخامس والاخير يشتمل علي اربعة فصول يقدم فيها المؤلف إستعراضا لإداء سوق الخرطوم للاوراق المالية حتى نهاية العام ٢٠١٥م وكذلك التطورات الاخري كالقرار الخاص بإنشاء هيئة عليا لتشرف وتنظم هذه الاسواق وفي الطريق العمل علي انشاء سوق لسلع الصادر كي تعمل علي تضييق الفجوة التسويقية بين المنتج والسوق العالمي حتي تمكن المنتج من حصوله على عائد مجز لنشاطه الإنتاجي ، ثم يصبح عارفاً باحوال السلع التي يقوم بانتاجها واسعارها في البورصات العالمية والاقليمية .

ان اهمية هذا الكتاب القيم تنبع من انه **شامل في مواده ويغطي العناصر الاساسية لاسواق المال** من النواحي المؤسسية والقانونية والاقتصادية بل دور هذه الاسواق في تحقيق التنمية الاقتصادية.

وفي اعتقادي ان هذا الكتاب وبلغته السلسة والواضحه وشموليته سوف يكون خير معين **لدارسي الاقتصاد والاسواق وكذلك القانونيين وحتي غير المتخصصين في علم الاقتصاد والمال "انه اضافة هامة للمكتبة الجامعية"** املا ان يواصل الدكتور ازهري بحوثه في هذا المجال وليوفقه الله سبحانه وتعالي .

والله الموفق

بروفسير/ علي عبد الله علي خيري

المستشار الاقتصادي لسوق الخرطوم للأوراق المالية (سابقاً)

جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا (سابقاً)

جامعة ام درمان الاهلية (حالياً)

الباب الأول

ماهية الأسواق المالية

الفصل الأول

التعريف باسواق المال

أسواق المال وخصائصها

التسوق نشاط إنسانى معروف منذ نشأة المجتمعات الإنسانية التى تختلف إحتياجات أفرادها مثل ما تختلف منتجاتها مما يضطرها لتبادل السلع والمنافع ابتداء من عمليات المقايضة البسيطه من خلال التقاء البائع والمشترى فى مكان محدد يسمى "السوق" باعتبار أنه يمثل مكان إلتقاء البائعين و المشترين لسلعة أو خدمة معينة، أو إتصالهم ببعضهم البعض بحيث يتمكن الأفراد القادرين و الراغبين ، من إشباع كل أو بعض حاجاتهم ورغباتهم من خلال القيام بعمليات التبادل فيما بينهم وفقا للضوابط المنظمة لهذه العمليات. ومن ثم تطورت الأسواق بشكل كبير وشهدت طفرة واسعة على مر العصور والدهور بسبب التقدم التقني والتكنولوجي الواسع، ومع تطور وسائل الاتصال أصبح بإمكان البائع أو المشتري أن يبيع أو يشتري من خلال الهاتف المحمول مباشرة أو بواسطة وسطاءعن طريق ما يعرف بالتجارة الالكترونية ، عليه فإن مفهوم السوق أصبح لا يقتصر على مكان محدد أو على سلعة معينة، بمعنى ، أن المكان أصبح لا يشكل ركيزة اساسية لقيام سوق ما، وكنتيجة لهذه التطورات بدأ ظهور الأسواق المتخصصة ، فنجد سوق خاص بالعقارات واخر للسلع الزراعيه وآخر للمعادن النفيسه كما ظهرت أسواق للعمل (بورصات العمل) وهي مكان تجمع العمال لتقديم خدمات متنوعة حيث يحضر الراغبون فى هذه الخدمات لأختيار مايتناسب والعمل الذى يرغبون فى انجازه ، حتى ظهر سوق متخصص في بيع وشراء الأوراق المالية أطلق عليه سوق الأوراق الماليه (وتسمى أيضا ببورصة القيم المنقولة)الذى نحن بصدد التعريف به ضمن منظومة أسواق المال، وتعتبر الأسواق المالية المنظمة والفعالة من الركائز الاساسية للتقدم الاقتصادي في اية دولة من الدول، فهي حلقة الصلة بين عرض الاموال والطلب عليها،

وبالتالي تمكن من تدفق الاموال من المدخرين الى المستثمرين الذين تقع على عاتقهم عمليات تحريك جمود الإقتصاد القومى من خلال المشروعات الإستثمارية التى يديرونها.

تعتبر أسواق المال الأحدث نشأة مقارنة بالأسواق الأخرى إلا أنها فى نفس الوقت تعتبر الأكثر تطورا سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات المادية نسبة لضخامة الاموال التي يتم تبادلها فى هذه الأسواق أو فى مستوى التقنية والنظم الإلكترونية .عند ذكر كلمة سوق يتبادر للذهن التعريف التقليدى للسوق بأعتبارة المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون فى فترة زمنية محددة، الا أن هذا المفهوم تغير بعد توفر وسائل الاتصال الحديثه والتكنولوجيا الرقمية المتطورة فى عصرنا الحالي ، إذ أصبح السوق حسب مفهومه الاقتصادي الحديث يتمثل في العلاقات المتبادلة ما بين المتعاملين الذين تتلاقى رغباتهم في تبادل السلع والخدمات المتنوعة من حيث طلبها أو عرضها ، وبهذا المفهوم نجد أن السوق لا يتطلب بالضرورة محل أو موقع جغرافي معين او حيز مكاني محدد حيث أصبحت كثير من المعاملات تتم من خلال الشبكه العنكبوتيه (الإنترنت)، من هذا الفهم برزت اسواق المال التى تطورت عبر الزمان من المكان الذي يلتقي فيه عارضوا الأوراق المالية مع طالبيها ،الى السوق الافتراضى الذى يتم فيه التداول بيعا وشراء عبر الوسائط التقنيه الحديثة، ولقد ارتبط هذا التطور تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي العالمى خصوصا فى الدول الرأسماليةعند انتشار شركات المساهمة العامه وإقبالها على الاقتراض من الجمهور أو الإستثمار فى السندات الحكومية مما شكل دفعة قوية لظهورأسواق (بورصات) الأوراق المالية بعد أن كان التعامل بالسندات الحكومية والصكوك المالية يتم على قارعة الطريق في دول كفرنسا وإنجلترا والولايات المتحدة الأمريكية .ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في مبانى محددة أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية"البورصات" والتى أضحت تمثل المرآة التى تعكس اداء الاقتصاد الوطنى للدول والبوابة التى يعبر بها المستثمرون للإسهام فى أنشطتها الإقتصادية ، فاسواق المال تقو م بدور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي ، وتزيد من معدلات

الرفاه لأفراده مما يعود بالفائدة على المجتمع بأسره .فالأسواق المالية بوجه عام تقوم بدور الوساطة بين المدخرين الذين يرغبون في الاستثمار من خلال عرض مدخراتهم (إما مباشرة أو من خلال وسطاء) على المؤسسات والشركات و المشروعات التى فى حاجة لمثل هذه الأموال لتنفيذ أو تطوير أو التوسع فى أعمالها وأنشطتها التجارية والإقتصادية. يمثل سوق المال الوعاء النظامى الذي يحتضن طلبات شراء و بيع الأدوات الماليةالتى يتم تبادلها وتداولها عبر وكلاء (سماسرة) مرخصين، و وفقا لضوابط محددة لإتمام المبادلات السهمية والعمليات المالية بسرعة ووفقا لسعرعادل يلبى رغبات الطرفين (المدخرون الذين يرغبون فى تحقيق عائد مجزى من استثمار اموالهم ، والمؤسسات التى هى بحاجة لهذه المدخرات بغرض تمويل انشطتها الاستثمارية والرأس مالية) فالسوق المالى هو عبارة عن آلية أو وسيلة يتعارف عليها لتسهيل عمليات تبادل الأصول الماليه في ظل توافر شروط معينة ، ووفقاً لقواعد و أعراف وضوابط محددة. فالبورصة هي سوق تباع وتشترى فيها الأوراق أو الأصول المالية ، عن طريق الوســـطاء، وهي جهة تعنـى بوضع اللوائح والأسس والضوابط والترتيبات العملية والتقنية اللازمة لإكمال عمليات التداول بسلاسة ويسر بين الوسطاء. وكان من الضرورى أن تتم العملية فى مكان بعينه إلا أنه مع نمو شبكات الإتصال ووسائله ، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمح بالتعامل من خارج السوق من خلال مكاتب الوسطاء والوكلاء المرخصة.

عليه ، يمكن تعريف سوق المال بانه : المكان المخصص المنظم ،اوالآلية الإلكترونية أو التقنية المعتمدة التي يتم عبرها الجمع بين البائعين والمشترين للأوراق المالية، لإكمال عمليات التداول فيما بينهم بشفافية تامة و وفقا لضوابط ونظم محددة بالقانون . ويتميز بتوفر وسائل الإتصال الفعالة ووجود وسطاء مرخص لهم لتتم عمليات التداول من خلالهم.

يمكن تصنيف الأسواق المالية بعدة طرق وفقا لنظرة الباحث وما يرغب فى تحليله ودراسته وذلك على النحو التالى:

أولا : حسب الوظيفة التنظيمية للسوق ، فتصنف الأسواق المالية الى صنفين ، أسواق نظامية وأسواق غير نظامية .

ثانيا: وفقا للإعتبارات الزمنية فتقسم الى أسواق فوريه وأخرى مستقبلية ، الأولى تنجز فيها الصفقات الحالة ويتم تنفيذ العقود والصفقات بشكل فورى ، أما السوق المستقبلية فتتم فيها عمليات العقود الآجلة وعقود المشتقات المختلفة.

ثالثا: من حيث عمليات نقل الملكية (التداول والإكتتاب) حيث تقسم الى أسواق أولية وأسواق ثانوية.

رابعا: من حيث الاعتبارات المكانية ، فتقسم الى أسواق محلية وأسواق دولية،فالسوق المحلية تعمل داخل نطاق القطر المحدد بخلاف السوق الدولية التى تجرى عملياتها داخل عدد من الدول وبمختلف العملات وفى ظل قوانين وتشريعات تختلف من دولة الى أخرى غير أنها تسهم بحجم أكبر فى تعبئة المدخرات الأجنبية.

خامسا: من حيث أنواع الأدوات وآجالها فتقسم الى قسمين اساسيين هما السوق النقدية وسوق المال التى عادة تقسم الى قسمين متخصصين هما سوق رأس المال وسوق الأوراق المالية . وتكون المحصلة النهائية ثلاثة أسواق ، **وبهذا فتعتبر أسواق الأوراق المالية واحدة من ثلاثة أعمدة رئيسية لأسواق المال** Financial Markets **والتى تشمل** :

١. **السوق النقدية** : وهى السوق التي يلعب فيها الجهاز المصرفي الدور الأساسى بتحكمه فى عرض النقود ومعدلات السيولة النقدية . من خلال هذه السوق تتم عمليات الاقراض والاقتراض فيما بين البنوك التقليدية ، وفقا لأسعار الفائدة السائدة للآجال المختلفة، حيث يتحدد سعر الفائدة غالبا بناء على العرض والطلب، مع الأخذ فى الاعتبار المؤشرات الاقتصادية والسياسية ومدى تأثيرها على آلية عمل السوق . كما يمكن ان يتم التعامل فيها عن طريق الصيغ الشرعية فى النظام المصرفى الإسلامى ، كهامش المرابحة وغيره من الصيغ الإسلامية، وتتميز الاوراق المالية المتداولة في السوق

النقدى بسيولتها العالية وقصر آجالها التى لاتتجاوز العام غالبا.أما ادوات الاستثمار في هذا السوق فتتمثل فى شهادات الايداع و الاوراق التجارية والاوراق المخصومة وأذونات الخزانة ، وكذلك الودائع والصناديق الاستثمارية قصيرة الأجل، ومن الواضح أن التركيز فى هذا السوق يكون على عنصرى السيولة والأمان أكثر من عنصر الربحية بسبب القيود التى تفرضها السلطات النقدية ولحساسية البنوك تجاه وضعها السيولى الذى يؤثر مباشرة على عمليات الإستثمار والسحوبات النقدية اليومية والموسمية.

٢. **سوق رأس المال** Capital Market الذي تلعب فيه المؤسسات المالية الكبيرة الدور الرئيسى كمصارف الاستثمار وشركات التأمين وصناديق الضمان الأجتماعى ، ويتميز سوق رأس المال بتعامله فى الأوراق المالية طويلة الأجل والتي لها فترات استحقاق تزيد عن عام.يعتبر هذا السوق أكثر تنظيما من السوق النقدى ، كما أن التركيز فيه يكون على عنصر الربحية من قبل المستثمر أكثر من عنصرى السيولة والأمان ، و يطلق عليه سوق الصفقات الكبيرة لأن المتعاملين فيه عادة يكونون من المتخصصين المؤهلين والمدربين على هذا النوع من العقود التجارية.

٣. **سوق الأوراق المالية** Stock Exchange حيث يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من الصكوك و الأسهم والسندات القابلة للتداول سواء السيادية التى تصدرها الحكومات أو الخاصة التي تصدرها الشركات والبنوك أو غيرها من المؤسسات والهيئات المخول لها.

إرتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرّت به معظم دول العالم بجانب انتشار شركات المساهمة العامة خصوصا فى الدول التى تتبنى المنهج الرأسمالى ، كما أن إقبال الحكومات على الاقتراض من خلال السندات وأذون الخزانة خلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية مما اسهم بفاعلية فى إنشاء بورصات الأوراق المالية حيث كان التعامل في بادئ الأمر يتم فى اى مكان حسبما يتفق الى ان اصبح يتم فى مبانى خاصة أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية او

البورصات. حيث تعود فكرة انشاء أسواق تبادل الاوراق المالية للقرن الثالث عشر الميلادي ، مع أن تأريخ الأسواق قد يسبق ذلك بكثير حيث كان التجار يجتمعون قبل هذا التاريخ فى أماكن محدده فى بعض البلدان ، ففي مصر مثلا كان الفراعنة يقومون بعرض بضائعهم وتحديد أسعارها عند عزيز مصر وإتمام الصفقات أمامه كما ورد فى قصة نبى الله يوسف عليه السلام ، كما أن العرب أيضا عرفوا نظام بورصات السلع من خلال شاهبندر التجار الذى تحاك حوله الكثير من القصص التراثية ، وقد عرفها قانون التجارة الفرنسى بأنها مجتمع التجار وأرباب السفن والسماسرة والوسطاء والوكلاء بالعمولة تحت رعاية الدولة . أما فى اللغة العربية فعرفت البورصة " بالمصفق " حيث نجدها معرفة فى المعجم الوسيط بأنها (المصفق، وهى سوق يعقد فيها صفقات القطن والأوراق المالية ، وجمعها براص) أما المعجم الكبير فقد عرفها بأنها (سوق مستمرة منتظمة تقوم على أساس تلاقى العرض والطلب... ...) وسميت الصفقة فى عمليات البيع والشراء بذلك لان العرب كانوا إذا أتموا عملية بيع، ضرب المشترى على يد البائع (صفق يده بيد البائع) وسميت العملية بالصفقة ، وسمى المكان بالمصفق الذى تعقد فيه الصفقات . علما بأنه الى يومنا هذا تستعمل عملية الصفق فى بعض أسواق السلع كسوق أديس ابابا للسلع . عليه ، فإن الصفقة تعنى البيعة ، والتصافق يعنى إنجاز عملية البيع ، والصفق يعنى التبايع. أما كلمة بورصة نفسها فتعود إلى القرن الخامس عشر الميلادى حيث كان التجار القادمين من فلورنس يجتمعون في فندق تملكه عائلة تسمى بعائلة فان دى بورص[1] Van des bourse في مدينة بريج البلجيكية وكان يقصده التجار من كل المناطق ولصعوبة اصطحاب بضائعهم معهم الى الفندق ابتدعوا فكرة اجراء معاملاتهم التجارية دون إحضار البضائع للفندق ، ومن خلال الثقة المتبادلة يتم إجراء الصفقات في شكل عقود وتعهدات واستبدال البضائع الحاضرة بإلتزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة بين طرفي عملية المبادلة ومن ثم ظهرت كلمة بورصة Bourse لتعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار بشكل منتظم ودوري لإبرام

[1]- هناك من ينسب الإسم الى فندق فى مدينة بريج البلجيكية كان شعاره ثلاث صرور من أكياس النقود TRIOS BOURSES كان يجتمع فيه التجار لتبادل سلعهم .ولعل الفندق يكون مملوكا للعائلة المذكوره أعلاه.

الصفقات والعقود والاتفاق الحاضر أو الآجل. وقد عرف التأريخ أول بناء ينشأ لبورصة فى مدينة امرز AMERS ببلجيكا فى عام ١٤٦٠م وهى الدولة التى أفتتح فيها أول سوق للأوراق المالية فى عام ١٥٣١م . ثم تطور هذا الأمر الى أن أصبحت هناك أسواق منظمة ، ففي فرنسا[٢] مثلاً ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام ١٧٢٤م ، كما كان تجار الاوراق المالية في مدينة لندن يجتمعون بشكل غير منظم في مبنى خاص أطلق عليه (Royal Exchange) منذ ١٧٧٣م ، أى قبل تشييد المبنى الحالي لبورصة لندن فى عام ١٨٠٦م . اما بالنسبة لبورصة نيويورك، فقد ظهرت فعليا في القرن الثامن عشر(١٧٩٢م)، فى منطقة تجمع المؤسسات المالية في مدينة نيويورك المعروفه حتى الآن بإسم شارع الحائط[٣] (وول إستريت) wall street حيث أنشأت أول بورصة للأسهم في عام ١٨٢١م[٤].ثم توالى إنشاء أسواق الأوراق المالية فى العديد من البلدان بما فيها الدول النامية. اما بالنسبة للدول العربية فقد بدأ التفكير بإنشاء اسواق للأوراق المالية منذ فترة ستينات القرن العشرين حيث برزت فكرة إنشاء سوق مالى فى السودان في العام ١٩٦٢ حيث تم تأسيس هيئة الأسواق المالية وفقا لدراسات قامت بها جمهورية السودان وشاركت فيها بعض مؤسسات التمويل التابعة للبنك الدولي ، إلا أن قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لم تتم إجازته من قبل المجلس الوطني الانتقالي (البرلمان) إلا في يونيو ١٩٩٤ حيث أصبح بموجبه السوق كياناً قانونياً مستقلا منذ تلك اللحظة.

---

[٢]- لفرنسا القدح المعلى فى البورصات ، حيث يذكر أن بورصة البضائع إنشئت على جسر يدعى بجسر الصرافة فى عام ١٣٠٤م ثم تطورت لتشمل الأوراق المالية.وهى أول دولة تنظم بورصة للقيم بمدينة ليون ، ثم أنشأت بورصة تولوز فى ١٥٤٩م

[٣]- سمي الشارع بهذا الاسم عندما كانت نيويورك مستوطنة هولندية، وعند تعرضها لاحتلال البريطانيين بنى الهولنديون جداراً ارتفاعه ١٢ قدماً (٤ أمتار) بواسطة الأفارقة العبيد لصد هجوم البريطانيين، وبعد نجاح البريطانيين في الاستيلاء على نيويورك دمروا الجدار، وعرف المكان باسم (وول ستريت).

[٤]- وقد أنشئت بورصات تعد الأقدم في تاريخها: بورصة آنفر بأمستردام، فرانكفورت برشلونة ليون، تولوز وذلك في القرن السادس عشر، وفي ١٨٩٣ أنشئت بورصة عقود نيويورك، وفي ١٨٧٣ فى ليفربول وفي ١٨٨٠انشئت بنيوأورلياز.

الأهمية الإقتصادية لأسواق المال :

تنبع الأهمية الإقتصادية لأنشاء أسواق المال من كونها ترتبط بتحقيق عدة أغرض وأهداف لمصلحة الإقتصاد تشمل مايلى :

١. تشجيع الإدخار القومى ونشر ثقافة الإستثمار والتوعية بوسائل توفير التمويل من خلال أسواق المال مثلها مثل الوسائل التقليدية للتمويل ، ومن ثم قيادة سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية ممايحفزهم على الاستثمار في هذه الأسواق من خلال قنوات المعلومات والاتصال المختلفة.

٢. تشجيع الشركات للتحول من موسسات وشركات عائليه وخاصة الى شركات مساهمة عامة خصوصا إذا ما قدمت الدولة تشجيعات ضريبيه وتمويلية لشركات المساهمة العامة .

٣. السماح للجمهور بالمساهمة فى مؤسسات القطاع العام والخاص من خلال أسهم تباع باثمان فى متناول اليد مع سهولة التخارج منها دون التأثير على أوضاع المؤسسة من خلال بيعها فى السوق الثانوى.

٤. تمكين الدول من التمويل عبرالصكوك وتسهيل عمليات خصخصة الوحدات الحكومية عبر ادراجها بالسوق وطرح أسهمها للجمهور .

٥. تعد الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية والتشغيلية في إقتصاد اى دولة ، إذ تمثل أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على مستوى أداء الشركات المدرجة فيها، حيث أن حجم الإقبال على أسهم الشركة يعكس مدى كفاءة السياسات التى تتبعها إدارتها .

٦. سهولة اجراءات تقييم الشركات المدرجة عن طريق السوق،مع إمكانية تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية من خلال تحليل البيانات والمعلومات التى يوفرها السوق والشركات التى تتعامل معه.

٧. تحقيق مستوى عال من الضبط المؤسسى من خلال رقابة هيئات أسواق المال وإلزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التبادل يضمن مناخا استثماريا يتسم بالشفافية مما يجعل البورصة تمثل المرآة التى تعكس الحالة العامة لإقتصاد الدولة.

٨. تسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأطراف الإقتصادية.

٩. الربط بين النشاطات قصيرة الأجل بالأنشطة الاستثمارية طويلة الأجل مما يسهم في تحقيق المزيد من تراكم المصادر التمويلية.

١٠. تمكين سلطات النقد المركزية من إنفاذ السياسة النقدية وإدارة الكتلة النقدية من خلال آليات عمليات السوق المفتوح

١١. تسهيل عمليات سوق مابين البنوك عبر اليات سوق المال.

الشروط الضرورية لإنشاء الأسواق المالية:

حتى يتم انشاء سوق مالى ناجح لابد من توافر بعض المتطلبات الاساسيه والتي يمكن اجمالها فى الشروط الأتية:

١. تشجيع الدولة للإدخار الذى يعتبر حاضنة العمليات الاستثمارية المنتجة التي تتم من خلال تشغيل المؤسسات الانتاجية والمالية المختلفة .

٢. توفر عدد مناسب من المؤسسات المالية في الدولة تسهم فى جذب مدخرات الأفراد وتقوم بعمليات تمويل المستثمرين من أجل تنفيذ مشروعاتهم المختلفة .

٣. توفير الضمانات الكافيه التى تمكن من تحويل المدخرات إلى استثمارات دون عقبات وتعقيدات حكومية.

٤. توفر البيئه الماليه المعافاة السليمة والتى تتطلب وجود اجهزة رقابيه فعالة تهتم بالضبط المؤسسى والشفافية وتراقب اداء اسواق المال من خلال تشريعات قانونية واضحة وملزمة.

٥. توفر درجة مطمئنة من الاستقرار السياسي و الإقتصادى والاجتماعى داخل ا لدولة تساعد فى جذب رؤوس الأموال وتحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات طويلة الأجل من داخل وخارج الدوله.

٦. الشفافية التامة لاتاحة المعلومات والبيانات المتعلقة بالمؤسسات المالية ونشرها بوسائل الإعلام المختلفة بالمستوى الذى يمكن كل مستثمر وكل مدخرمن اتخاذ قراراتة على يقين تام من صحة البيانات والمعلومات المفصح عنها .

عوامل نجاح السوق المالي:

الشروط الضرورية الملائمه لقيام السوق المالي لاتكفى لوحدها لنجاح هذا السوق إلا فى ظل توافر عوامل أخرى مهمة تساعد فى نجاح السوق للقيام بالدور المناط به وأهم هذه العوامل :

١. صدور القوانين والنظم واللوائح الخاصة بتنظيم الأسواق المالية من قبل الجهات التشريعية بالدولة على ان تتسم بالمرونة الكافية لتسهيل عمليات التداول المشروعة.
٢. تنوع أدوات الاستثمار فى السوق من اسهم وصكوك وسندات وصناديق استثماريه ،بحيث تتيح خيارات متعددة امام المستثمرين والمدخرين للتعامل فيها وفق رغباتهم.
٣. وجود عدد مناسب من شركات المساهمة العامة الناجحه الرابحة كالبنوك والصرافات وشركات الاستثمار الصناعية والخدمية وشركات التأمين .
٤. ارتفاع نسبة الوعى الادخارى عند الأفراد وانتشار ثقافة الأوراق الماليه.
٥. عدم وجود قيود غير ضروريه تحد من حرية التداول فى السوق خصوصا فيما يتعلق بتداول الأجانب والقيود على حركة رأس المال الأجنبى.
٦. توافرنظم المعلومات المالية الحديثة التي تمكن من التعرف على المركز المالي الحقيقى للشركات والمؤسسات المالية.

٧. كما ويلعب الموقع الجغرافي للسوق المالي ومدى ارتباطة بالأسواق الدولية دورا هاما فى نجاحة.
٨. أما وجود الحوافزالربحيه التي تمكن المستثمر من الحصول على عائد مجز عن إستثماراته فلا غنى للسوق عنها ، فهى الرافعة لحركة و مستوى التداول بالسوق.

خصائص سوق المال الكفؤ:

تعتمد الية العمل فى اسواق المال على توفر المعلومات بكل دقة و شفافية حول الأسهم والصكوك وصناديق الإستثمار المدرجة وحول الجهات المصدره لها ، وتقاس كفاءة السوق بمدىقدرته على الإستجابه السريعه لكل معلومة ترد إلى المتعاملين فيه بحيث يكون من شأنها تغيير نظرتهم تجاه المنشأة المصدرة للصك أو السهم. حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا تبعا لطبيعة المعلومه التى قد تكون سارة أو غير ذلك ، مثل أنباء إقالة أو إستقالة مدير تنفيذى أو رئيس مجلس الإدارة أو إندماج شركات أوتصفيات فروع للشركة نفسها وغير ذلك من الأنباء التى تبثها وسائل الإعلام المختلفة وقد تكون المعلومات آنية كنتائج الأعمال السنوية أو الربع سنوية اوتطورات سعر الصك أو السهم أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة المحلية أو الدوليه وتاثيرها على أداء المنشأة . كما أن الأسعار فى ظل السوق الكفء Efficient Market تعكس توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية و مخاطرها وفقا لتحليلاتهم وخبراتهم الخاصة . فالسوق الكفء هو السوق الذي يحقق التخصيص الكف للموارد المتاحة (Allocation Efficiency) بما يضمن توجهها إلى الفرص الأكثر ربحية وذلك من خلال دور السوق المباشر بتوفير بيئة مناسبة للمؤسسة لتسويق صكوكها أو أسهمها المصدرة بتكلفة منخفضة عن وسائل التمويل الأخرى . كما يلعب السوق دور غير مباشرفى تسهيل عمليات تقييم المؤسسات المالية ، فبإدراج المؤسسة واقبال المستثمرين على التداول فى صكوكها يعطى مؤشر جيد لملاءتها المالية مما يمكنها من التوجه الى مؤسسات التمويل الأخرى للحصول على موارد إضافية أخرى بتكلفة تمويل معقولة .

إن كفاءة السوق التامة تتطلب توافر شروط ضرورية ولازمة تشمل النقاط الأتيه :

I. أن تكون المعلومات عن السوق مشاعة و متاحة لجميع المتعاملين آنيا وبنفس القدر وبدون أية تكلفة مالية.

ii. عدم وضع عقبات وشروط تقيد حق المستثمر فى التداول بسلاسة ويسر كشرط شهادات خلو الطرف من الضرائب أو الزكاة.

iii. كما فى شروط المنافسة الكاملة، لابد هنا أن يوجد بالسوق عدد كبير من المستثمرين بحيث لاتؤثر تصرفات بعضهم على أسعارالتداول بقصد التلاعب.

iv.السلوك الرشيد للمستثمرين ولمصدرى الصكوك ،بحيث يسعى الجميع إلى تعظيم المنفعة التي يتم الحصول عليها جراء اصدار الصكوك والأسهم و استغلال الموارد المالية فى العمليات الإستثمارية.

V.لابد من مراعاة الكفاءة الإقتصادية للسوق بحيث تكون هناك فترة معقولة مابين وصول المعلومات إلى السوق و ظهور آثارها على أسعار التداول دون أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل.

vi.القدره على تحقيق الكفاءة الخارجية (كفاءة التسعير) والكفاءة الداخلية (كفاءة التشغيل) فكفاءة التسعير (Price Efficiency) هي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق دون فارق زمني أو تكاليف ماليه يذكران، بما يجعل الأسعار اداة تعكس كافة المعلومات المتاحة بحيث يكون للجميع فرص متساوية لتحقيق الأرباح، ويقطع الطريق أمام أى منهم لتحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين، وبهذا فهى تعتمد على كفاءة التشغيل (Operational Efficiency) التى تشير الى قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين تكلفة عالية ودون أن يتاح للمتخصصين من وكلاء وشركات وساطة أى فرصة لتحقيق أرباح تذكر.

تصنف كفاءة السوق بالقوة (سوق ذو كفاءة عالية) إذا كانت الأسعار الحالية تعكس تماما كل مايمكن معرفته من بيانات ومعلومات بحيث لا تستطيع أى فئة من المستثمرين استخدامها لتحقيق أرباح غير عادية بصفة منتظمة حتى ولو استعان بخبرة

أفضل المستشارين الماليين بحيث لا تتوفر أية فرصة لإحتكار المعلومات حتى تكون فرصة تحقيق أرباح غير عادية تساوى الصفر ، لأن الأسعار السائدة في السوق ستعكس القيم الحقيقية للأوراق المالية ، مما ينفى الحاجة للإستعانة بمختصين فى التحليل المالى ، غير أن هذا المستوى من الكفاءة لا ينفي تماما من ناحية عملية إمكانية قدرة البعض على تحقيق بعض الأرباح الاستثنائية ولو في عدد قليل من الصفقات، لقدراتهم الفائقة في الدراسة والتحليل و التنبؤ ، إلا أن هذه الأرباح سيتم فقدانها فى الأجل البعيد إذا استمرت هذه الممارسة، بحكم خسائر استثنائية غير متوقعة تحدث لهم بسبب المضاربات الناتجة عنها.

أما السوق ذو الكفاءة الضعيفة فهو السوق الذى تكون فيه المعلومات والبيانات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في الأسعار أو فى حجم التداول في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي يستحيل الاستفادة بها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية، بالتالى هنا تكون إمكانية تحقيق أرباح إستثنائية من خلال إستخدام معلومات محتكرة أو معلومات خاصة غير منشورة ، أو عن طريق إستخدام محللين أكفاء لتحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق الآخرين. ويمكن إختبار ضعف كفاءة السوق أوعدمها ، من خلال عدة طرق أهمها طريقة قاعدة التصفية Filter Rule حيث يتم من خلالها المقارنة بين عائد المستثمر الذي يقوم بشراء الأوراق المالية ويحتفظ بها،وبين عائد المستثمر الذي ببيع ويشترى باستمرار (بعد خصم العمولات) فاذا كان العائد متقارب فهذا يعني ان السوق كفء بصيغته الضعيفة اما إذا حقق المستثمر الذي يبيع ويشتري أرباحا أكثر فهذا يعني ان السوق غير كفء .

كما يمكن إستخدام السلاسل الزمنية ، لقياس معامل الإرتباط بين التغيرات فى سعر الورقة خلال فترة زمنية معينة مقارنة بفترات ماضية ومعرفة درجة الإرتباط التى يعنى وجودها صحة فرضية السوق الضعيفة.

أما السوق ذو الكفآة المتوسطة فنجد فيه أن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كافة المعلومات والبيانات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم عليها ولهذا لن يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين، إلا بفضل

حصوله على بيانات و معلومات حديثة غير متاحة للآخرين ، بالإضافة إلى المعلومات التاريخية السابقة و المتوفرة عن الأسعار نفسها في إطار ظاهرة احتكار المعلومات. فالسوق الكفؤة هى السوق المالية التي تتحدد فيها أسعار الأوراق المالية بشكل عادل يكافئ قيمتها الاستثمارية ، بحيث لايكون هناك تفاوت بين السعرين كما يحدث فى الأسواق ضعيفة الكفاءة شحيحة لمعلومات ، **و حتى تصنف السوق المالية بأنها سوق كفوءة يجب أن تتوفر فيها الخصائص التالية :**

١- **السيولة :**

يبحث المستثمر الرشيد عن السوق الذى يتمكن فيه من التخارج من الأوراق المالية فى الوقت الذى يناسبه دون التعرض لخسائر فى الأصول المالية التى يرغب في بيعها . فالسيوله هنا هى امكانية التخلص من (او بيع) أصول مالية بسرعة ودون خسارة ، وهى تعتبرمن أهم محفزات التداول فى الأسواق المالية ، ومن المؤكد أن المستثمر الرشيد يقبل الخسارة إن كانت ناتجة عن عوامل لاعلاقة لها بسيولة السوق وانعكست سلبا على قيمة الورقة المالية.

٢- **استقرارية السعر :**

ترتبط استمرارية إستقرار السعر إرتباطا وثيقا بعملية السيولة ، ففى حالة ثبات كافة العوامل الخارجية يجب ألا تتغير أسعار الأوراق المالية تغيرا مؤثرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة ومبررات مقبولة تؤدي إلى تغيير السعر.

٣- **عمق السوق :**

السوق العميقة هى التى يتوفر فيها عدد كبير من البائعين والمشترين الذين لديهم الرغبة والقدرة على التداول فى الأوراق المالية المعروضة بالسوق بشكل يحقق التوازن بين العرض والطلب ، وبالتالى يتجاوبون بيعا وشراء عند حدوث أى إختلال فى سعر الورقة لضبط السعر وإعادته إلى وضعه الطبيعى ، و بالعكس من السوق العميق Depth نجد أن السوق الضحل Shallow Market وهو تعبير يطلق على السوق التى تكون شبه جامدة ولا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية

نسبة للفوارق الكبيرة فى عروض أسعار الشراء والبيع Bid & Ask Prices محدودة العدد ، مما يرفع درجة المخاطر بالنسبة للمتعاملين فى السوق ويزيد من فرص تعرضهم للخسائر المحتملة . بين هذين النوعين(العميق والضحل) نجد ما يسمى بالأسواق المشتتة Fragmented Markets وهى تلك التي يكون فيها عددا كبيرا من أسعار العرض والطلب لا يعلم بها في الوقت المناسب عند إبرام الصفقات والتى تستغرق وقتا أطول وتتميز بالفرق الشاسع ما بين أسعار الطلب وأسعار العرض.

٤- واسعية السوق :

يطلق على السوق المالى بأنه يتصف بصفة الوساع إذا إرتبط كبر حجم التداول بأوامر العرض والطلب وتنتفى عنها صفة السوق الضيقة التى يكون فيها عدد المتعاملين قليلا ، وكان حجم التداول الناتج صغيرا. وبسبب حجم التداول الكبير في الأسواق الواسعة فان الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض عادة يكون محصورا فى نطاق ضيق ومحدود الحركة.

٥- حيوية السوق :

نسبة لحجم التداول الكبير وضيق نطاق الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض فى السوق الواسع ، يجب فى حالة إختلال التوازن ما بين العرض والطلب في السوق أن يتغير السعر لإعادة التوازن ، فإرتفاع عدد الأوامر على السوق بسبب أي تغير طفيف في الأسعار ، يدل على حيوية السوق التى تتطلب وجود وسائل إتصالات سريعة وزهيدة الثمن ليتمكن المتعاملون من إنجاز صفقاتهم بالسرعة المطلوبة التى تضفى على السوق الحيوية والنشاط .

٦- كفاءة المعلومات (كفاءة التسعير):

تعتمد عمليات التداول بالأسواق المالية إعتمادا كبيرا على توافر المعلومات حول الأوراق المالية والجهات المصدرة لها ، وعلى درجة وصول المعلومات إلى الكآفة بالسرعة اللازمة وبأسعار زهيدة ، إذ أن أي تغير في المعلومات سيؤدي إلى تغير مقابل في الأسعار التى تعتبر المرآة العاكسة للمعلومات . علما بأن هناك الكثير من الجهات التى

تقوم بنشر المعلومات وإصدار المجلات والصحف المتخصصة فى أخبار الأسواق المالية والمتابعة لحركة الأسهم فيها .

دوافع التحول لشركة مساهمة عامة والإدراج فى سوق الأوراق المالية :

معظم شركات المساهمة الكبيرة تنشأ فى البدء كشركات خاصة أوعائلية تقدم خدماتها ومنتجاتها بحجم صغير ثم تتطور ويتسع نطاق عملها وترتفع حصتها السوقية مما يتطلب منها رفع حجم رأسمالها لمواكبة التوسع ، كما قد يفرض عليها الوضع الجديد أن تتعامل مع جهات تمويلية تضع قيودا على مثل هذه الشركات مقابل تسهيلات لشركات المساهمة العامة . كما أن التجارب تثبت دائما أن الشركات الخاصة والعائلية غالبا ما تنهار أو تتفتت بعد رحيل الجيل الثانى من العائلة ، خصوصا إذا تداخل فى الأمر موضوع توزيع الإرث ، وتضاربت أراء ومصالح الوراث ، كما أن الشواهد تدل على أن شركات المساهمة العامة كثيرا ما تستقطب قيادات إدارية جيدة وذلك لمتابعة المساهمين لمستويات الأداء وتميز العمل بالشفافية والضبط المؤسسى . كما أن شركة المساهمة العامة تتحصل على تمويل غير مسترد وبدون تكلفة تمويل من خلال طرح أسهمها للإكتتاب لرفع رأسمالها لتميل الأنشطة القائمة والجديدة ، كما وستحظى بتصنيف إئمانى جيد يؤهلها للحصول على تمويل من الجهاز المصرفى بأقل من تكاليف الشركات الخاصة.

أما بالنسبة للإدراج فى أسواق المال فإنه سيحقق للشركة عدة فوائد أهمها :

١- تمكين المساهمين من تداول أسهمهم بالسوق فى حالة الرغبة فى تسيلها ، أو شراء المزيد منها .

٢- يتيح للشركة فرصة الحصول على التمويل إضافي من خلال إصدار صكوك أو إنشاء صناديق إستثمار يتم تداولها فى السوق.

٣- للسوق قدرة عالية لإيصال المعلومات الخاصة بأسعار الأسهم والصكوك الخاصة بالشركات المدرجة لجمهور المستثمرين مما يحفذهم للإستثمار بهذه الشركات.

٤- الإدراج فى أسواق المال يعطى مؤشر للثقة بالشركة المدرجة ويمكنها من الترويج و الدعاية عن نفسها وأنشطتها المختلفة ،إذ أن الإدراج يعنى إستيفاء متطلبات الحوكمة والشفافية والضبط المؤسسى.

٥- يتيح الإدراج للشركة فرص التملك والاندماج من خلال إجراءات منظمة ومنضبطة تحقق العدالة المطلوبة لكآفة الأطراف.

٦- من خلال آليات التداول فى السوق يتوفر التقييم العادل لأسعار أسهم وصكوك الشركات وفقا لنظريات العرض والطلب التى تتوفر عبر منصات التداول .

٧- يوفر مركز الإيداع خدمات حفظ ارصدة العملاء الكترونيا مع تسجيل كافة الحركات التى تتم بجانب عمليات نقل الملكية والحجز والرهن بكل كفاءة ومهنية ، مما يحفظ لكل الأطراف حقوقها بحيادية وأمانة وثقة .

الفصل الثاني

انواع اسواق المال

وهياكلها ومشروعيتها

أنواع أسواق المال:

سبق أن أوضحنا أن أسواق المال تقسم الى صنفين أساسيين بناء على أجل استحقاق الأدوات المالية المتداولة فى السوق المعنى ففى سوق راس المال Capital Market وسوق الأوراق المالية (ونعنى بهما سوق المال)، يتم تداول الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل ، أى التى تكون فترة استحقاقهاعام فأكثر ،كالأسهم و السندات والصكوك و الخيارات والعقود المستقبلية أما فى أسواق النقد Money Markets فيتم التداول فى الأدوات المالية قصيرة الأجل ،أى التى تكون فترة استحقاقها اقل من سنة، وفى الغالب يكون تاريخ الاستحقاق الاكثر شيوعآ لهذه الاوراق هو ثلاثة شهور ، مثل شهادات الإيداع والأوراق التجارية والقبولات المصرفية و سندات صناديق استثمار السوق النقدى و اذونات الخزانة. ونظرا لطبيعة السوق النقدى " قصيرة الأجل" فيتم إصدار معظم الأدوات المالية لحاملها وبخصم من القيمه الاسمية للورقة لمقابلة المصروفات الإدارية المرتبطة بالتسجيل وسداد الفائدة (فى النظام التقليدى) ، و هى أكثر ملاءمة للمؤسسات المالية منها للمستثمرين الأفراد لمستوى ربحيتها الضعيف و لتقييد الإكتتاب فيها بحدود مرتفعة ، غير انه من الممكن للإفراد للاستثمار فى هذه الادوات بصورة غير مباشرة عن طريق صناديق الاستثمار، و توفر الودائع النقدية وأدوات أسواق النقد وسيلة للاستثمار منخفضة المخاطر لتحقيق دخل مستقر مع الحفاظ على القيمة الاسمية للمبلغ المستثمر، كما تجذب هذه الادوات اهتمام المستثمرين فى حالة ارتفاع عوامل عدم التأكد من نجاح أو استقرار الاستثمارات طويلة الأجل فى الاسواق. وتجب الإشارة الى أن العائد الحقيقى للأدوات النقدية بعد خصم أية

ضرائب أو رسوم أو عمولات مستحقة نادراً ما يكون عائدا موجباً على المدى الطويل وذلك لإنخفاض القوة الشرائية للنقود بفعل معدلات التضخم التى لايحسب كثير من المدخرين لها حساب. كما إن أسواق رأس المال نفسها تنقسم إلى نوعين أساسيين هما السوق الفورية (الحاضرة)وأسواق العقود المستقبلية، أما الأسواق الفورية فهى تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل يتم تسليمها فورا عند إتمام الصفقة أما أسواق العقود المستقبلية فيتم تداول الأسهم والسندات والصكوك فيها من خلال عقود يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، غير أن النوع الثانى فى الغالب لايستوفى متطلبات المعايير الشرعية الإسلامية للتداول وبالتالى لايمكن العمل به فى أسواق المال التى تطبق المبادئ الشرعيه الا فى نطاق ضيق من خلال عقود مثل عقدى السلم والاستصناع وغيرها من الصيغ الشرعية .

الأسواق الفورية:

ويقصد بالأسواق الفورية تلك الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل، ويطلق عليها الأسواق الحاضرة ، **وهى تنقسم إلى ثلاثة انواع هى:**

١- الأسواق المنظمة :

تنشأ الأسواق المنظمة (The Organized Exchanges) فى الدول وفقا لقوانين وتشريعات وضوابط وسياسات تصدرها الجهات المختصة بالدولة، وفى معظم الأحيان تكون هناك سلطات أو هيئات رقابية تنظيمية (هيئة أسواق المال أو هيئة أوراق المال) تنشأ ايضا بموجب القانون لتشرف على الأسواق وتنظم وتراقب عمليات التداول و التعامل في هذه الاسواق التى يتم تداول الأوراق المالية فيها بعد إصدارها من الجهات المرخص لها بالاصدار سواء جهات سيادية كالبنوك المركزية ووزارات الماليه والخزانة أو المؤسسات المالية غير الحكومية . وأهم ما يميز الأسواق المنظمة هو أن لها مكاناً محدداً لإلتقاء المتعاملين با لبيع أو الشراء لورقة مالية مسجلة بتلك السوق بالرغم من أن عمليات التداول قد تتم الكترونيا دون الحاجة للإتقاء المكانى ، ويكون للسوق مجلس اداة معين من قبل الدولة أو منتخب من المساهمين يشرف على إدارة السوق

ويصدر اللوائح والضوابط المنظمه لعمله، وتنقسم الأسواق المنظمة إلى نوعين رئيسين هما اسواق الإصدار وأسواق التداول. فسوق الإصدار (وتعرف بالسوق المنظمة الأولية Primary Market) هى السوق التى تكون الجهة المصدرة للورقة الماليه هى نفس الجهة عارضة الورقة للبيع (أو الإكتتاب) أو بواسطة جهات يوافق عليها السوق لتقوم بالبيع للجمهور بالوكالة عن الشركة المصدرة للورقة المالية ، وفي هذا السوق تكون العلاقة مباشرة بين الجهة المصدرة للورقة المالية و بين المشتري الأول لها " المكتتب "وذلك فى إطار الضوابط واللوائح المنظمة للإصدار والشروط المحددة بنشرة الإصدار . أما سوق التداول ، والتى تعرف بالسوق المنظمة الثانوية Secondary Market فهى السوق التى يتم فيها تدول الأوراق المالية بيعا وشراء بواسطة الوكلاء المعتمدين (الوسطاء أو السماسرة) فى إطار القوانين واللوائح المعتمدة بالسوق والتى تحظر على أية جهة غير مرخصة بالسوق أن تقوم بعمليات تداول مباشر إلا من خلال وسيط معتمد.

٢- الأسواق غير المنظمة :

يقصد بالسوق غير المنظمة The Unorganized Exchanges تلك السوق التي لايكون لها مكان محدد يتم تداول الأوراق المالية فيه وفى العادة تكون هذة الأوراق غير مسجلة فى الأسواق المنظمة كبعض السندات والقليل من الأسهم ، و لايشترط أن يتم التداول فيها وفقا لقوانين وسياسات الأسواق المنظمة و تعليمات هيئاتها المعتمدة ، و تشمل السوق غير المنظمة أسواقا فرعية أخرى تشمل:

ا- السوق الثاني : وجاءت التسمية إبتداء من السوق الثانى بإعتبار أن السوق الأول هى السوق المنظمة، أما هذه فتتمثل في الوسطاء و السماسرة العاملين في الأسواق غير المنظمة والمنتشرين في المناطق المختلفة وكذلك المصارف التجارية التى تؤدى مثل هذه المهمة .

ب- السوق الثالث :ويتكون من الوسطاء والسماسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق. هؤلاء الوسطاء دائما على

إستعداد لشراء وبيع الأوراق وبأي كمية ، وهم من المنافسين الأقوياء لأعضاء السوق المنظمة ، ويتمثل جمهورهم في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق الضمان الإجتماعى و المعاشات و البنوك الاستثمارية و بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، ويتميز هذا السوق بفرصة التفاوض حول العمولة للوصول بها إلى الحد الأدنى وذلك بإعتبار أن السماسرة في هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة ، كما أنهم غير ملزمين بدفع رسوم عضوية للسوق .

ج- السوق الرابع :وهي السوق التي يتم التعامل فيها مباشرة بين المؤسسات الكبرى مباشرة دون وساطة بغرض تخفيض نفقات الصفقات الكبرى من رسوم وعمولات وغيرها . فى العادة تتم الصفقات فى هذا السوق بطريقة أسرع وبأسعار مرضية للطرفين كما قد تتم العملية بواسطة وسيط بعمولة زهيدة أو يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته لهم .

٣-   الأسواق الاحتكارية:

وتتمثل هذه الأسواق في الجهات السيادية فى الدولة التى تصدر أوراقا ماليه حكوميه كوزارات المالية و البنوك المركزية والموسسات الحكومية التى تنشأ بغرض إصدار الصكوك في الدول المعنية ،حيث تحتكر هذه الجهات التعامل في الأوراق المالية السيادية.

بجانب هذا التصنيف فإن الأسواق المنظمة تصنف إلى أسواق مركزية وآخرى محلية ، ونعنى بالسوق المركزي، ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة بغض النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الورقة المالية ،أما السوق المحلية فتتعامل فيما تبقى من الأوراق المالية المسجلة التى تهم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي المحدد للسوق ،ولا يوجد مانع فى أن تتعامل هذه السوق في الأوراق المالية المعروفة والمتداولة فى الأسواق المركزية. وأشهر الأسواق أو البورصات المركزية العالمية هى بورصة طوكيو وبورصة لندن ،و بورصة نيويورك ، اما الاسواق المحلية فهى مثل سوق الخرطوم للأوراق الماليه وبورصة القاهرة وسوق مسقط وبورصة دبى و البورصة

السعودية وغيرها من بورصات الدول العربية الشهيرة. ولاتقتصر البورصات على أسواق الأوراق المالية فهناك أسواق للعقارات والسلع والنقد الأجنبى وبورصات[5] الخدمات وبورصات الأفكار وغيرها ، **والتى من أهمها البورصات التالية :**

١- **اسواق العقارات** Real Estate :

العقارات كأصل من الأصول المالية تتميز بخصائص الأصول الثابته المعروفه والمشهورة ، إذ أنها منخفضة القابلية للتسييل الفورى الا بخسائر متفاوته حسب نوعية الأصل وثمنة و استخداماته بجانب صعوبة تجزئة العقار ، فمثلا : عند الحاجة لمبلغ لايتجاوز ثمن غرفة من منزل كبير فمن المتعزر بيع غرفة واحدة مثلا ، وبالتالى يكون الخيار المتاح امام مالك العقار أما بيعة كله أو غض الطرف عن البيع .

كما ان العقارات تخضع فى كثير من الأحيان للتقييم الشخصى و لمكاتب التقييم العقارى التى تختلف فى معايير التقييم و أسسه فى أسواق دول مثل السودان وغيره من من الأسواق الناشئة . غير أن للأصول العقارية العديد من الخصائص الفريده التى تجعلها متميزه عن باقى أنواع الأصول، من حيث أن كل عقار يعتبر وحدة مستقلة تتمتع بمزايا معينه فيما يختص بالموقع والإنشاء والتصميم وربما غرض الأستخدام الذى يتراوح بين السكنى والتجارى والخدمى (منزل أو مستشفى أو مدرسة أو مصنع وغيرها). كما لا تتوافر فى الكثير من البلدان بيانات مستمرة يمكن الاعتماد عليها عن حركة اسعار العقارات علاوة على ان العقارات تخضع لاعتبارات قانونية معقدة وترتفع تكاليف المعاملات المالية اللازمة عند أجراء نقل الملكية بجانب المتطلبات الخاصة بسلطات الأراضى والجهات العدلية والقضائية بجانب قوانين الدولة التى قد توثر فى حجم العرض والطلب خصوصا بالنسبة للأراضى المخصصه للسكن أولأغراض إستثمارية محددة .

ومع ذلك فإن هناك بعض المزايا التى تتحق بالاستثمار العقارى المباشر من خلال تحقيق ريع او عائد حقيقي موجب على المدى الطويل ، كما يمكن أن يدر دخلا دوريا

[5]- بورصات الخدمات تشمل بورصات النقل و تأجير السفن وبورصات الفانذق والتأمين وغيرها من الخدمات. أما بورصات الأفكار فتهتم بتداول الملكيات الفكرية وحقوق الإختراعات والعلامات التجارية وماشابه ذلك.

مستمرا يمكن الاعتماد عليه فى خرائط وخطط التدفقات الماليه. ومع ارتفاع تكلفة صيانة العقارات واحتمالية فقدان الدخل الناتج عن الايجار، فان العقارات تمثل استثمار طويل الاجل يلائم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات وشركات التأمين .

كما أن من المؤكد أن الأصول المتداولة فى أسواق العقارات ليست نمطية كالأوراق المالية التى تتميز بنمطيتها وقيمتها الإسمية الواحدة، حيث أن هناك عدة عوامل تؤثر على قيمة العقارات ، والتى تشمل العوامل البيئية والطبيعية و القوانين الحكومية التعلقة بعمليات البناء والإيجار وإعادة التأهيل علاوة على أن الظروف الإقتصادية والإجتماعية تؤثر فى عملية تحديد السعر ومستوى الطلب على العقارات. كما أن العقارات تمر بمراحل قد تؤثر فى الطلب عليها وعلى أثمانها ، فالعقار وهو جديد يختلف سعره عندما يتقادم قليلا ويحتاج الى صيانات طفيفة أو عميقة أو إعادة تأهيل ، أو ما قد يتطلبه من عناية فائقة للحفاظ عليه ، كما أن سعره قد يرتفع نتيجة لإعادة تأهيله أو حتى نتيجة للإهتمام بمنطقة جغرافية كانت مهملة فى السابق.

كما تتأثر بورصة العقارات بالدراسات الخاصة بما يسمى بمعامل أعلى و أفضل استخدام للعقار Highest & Best Use ويعنى الاستخدام القانوني المسموح به الأكثر احتمالاً للحدوث بحيث يعطى أعلى دخل ممكن ،إذ يؤخذ فى الإعتبار عند الشراء إمكانية هدم العقار و بيع الموقع الخالي، أو إعادة تشييده بشكل جديد مختلف ، أوإعادة تأهيل المبنى الحالي وإستخدامه لنفس غرضه أو تحويل الغرض من مبنى سكنى لإستثمارى أوتجارى . كما أن التداول فى بعض الأحيان يأخذ فى الإعتبار السعر السابق للعقار ، أو قد يتم تقييم العقار بتقسيم تكلفته ، بحيث يتم حساب قيمة الأرض لوحدها ثم قيمة الإنشاءات المكتملة وغير المكتملة ، والعمر الفعال للمنشأت (بإستخدام معامل الإهلاك) كما أن هناك طرق خاصة بتقييم العقارات التجارية أشهرها طريقة حساب رأس مال الدخل التى تعتمد على حساب القيمة الحالية لرأس مال صافى التدفقات النقدية التى يغلها العقار خلال عمرة الاقتصادي ، و تقتضى هذه الطريقة الإلمام

بإيرادات و مصروفات و اهلاكات العقار و معدل سعر الخصم المقبول على هذا النوع من الاستثمارات للوصول إلى رأس مال التدفقات النقدية خلال عمر العقار وما الى غير ذلك من البيانات والمعلومات .

٢- اسواق صرف العملات الاجنبية Foreign Exchange Market :

سوق صرف العملات الاجنبية هو أكبر سوق مالى فى العالم (من حيث القيمة) دون منافس حيث يتم فيه تداول عملة ما مقابل عملة أخرى، ويعرف باسم سوق الفوركس Forex ويختصر بالرمز FX، ويمكن من خلال هذا السوق اجراء التداول في العملات على مدار الساعة، حيث يمكن أن يحدث التداول خلال النطاقات الزمنية المتعددة بين افريقيا و آسيا وأوروبا وأمريكا وأستراليا، وقد اتخذت لندن، التي تحتل موقعا متوسطا بين النطاقات الزمنية الآسيوية والأمريكية، مكانا جيدا يساعدها على استغلال ذلك وأصبحت أكبر سوق لتبادل العملات في العالم. وتتضمن المراكز الكبرى الأخرى، الولايات المتحدة التي تحظى بحصة تصل إلى حوالى ١٨٪ من السوق العالمي، مقابل حوالى ٨٪ لليابان و٦٪ لسنغافورة. يعد سوق الفوركس بمثابة سوق موازى خارج المقصورة، حيث يتفاوض السماسرة والتجار بصورة مباشرة معا. **أما المشاركون الاساسيون فى هذا السوق فهم المؤسسات المالية الدولية الكبرى بجانب سلطات النقد المركزية التى تستخدم هذه الاسواق للتحكم فى عرض النقود من خلال مختلف أشكال الأدوات المالية المستخدمة في أسواق المال والتى تشمل :**

أ- السعر الحاضر: وهو السعر الذي يعرضه أي بنك لتبادل إحدى العملات مقابل عملة أخرى بصورة فورية ويعرف باسم Spot Price علما بأنه فى بعض الأحيان تتم تسوية عمليات التداول الحاضرة خلال يومي عمل[٦](T+2) من تاريخ المعاملة المالية وفقا لما يتعارف علية فى السوق المعنى أو تحدده الضوابط المنظمة للتداول .

ب- المعاملات الآجلة: وفقا لهذا النوع من المعاملات يتم تحويل الأموال بين الطرفين فى تأريخ لاحق بعد أن يتفقا على سعر تبادل العملة عند حلول ذلك الأجل حيث تتم

[٦]- الحرف T إختصار للكلمة Time ويرمز للزمن والرقم ٢ يعنى عدد الأيام

تسوية المعاملة فيه طبقآ للسعر المتفق عليه بصرف النظر عن أسعار السوق في ذلك الحين. ويمكن أن تبلغ مدة المعاملة الاجلة بضعه أيام و قد تصل إلى شهور بل سنوات . ويعرف هذا النوع باسم Forwards ولايخفى على القارئ الكريم ان المعاملات الآجلة فى التعامل بالنقدين (الذهب والفضة) و العملات ممنوع شرعا وفقا للسنة النبوية الكريمة التى حددت اسس تداول بعض السلع فى قول الرسول صلى الله عليه وسلم (الذهب بالذهب مثلاً بمثل يداً بيد والفضل ربا والفضة بالفضة مثلاً بمثل يداً بيد والفضل ربا والحنطة بالحنطة مثلاً بمثل يداً بيد والفضل ربا والملح بالملح مثلاً بمثل يداً بيد والفضل ربا والشعير بالشعير مثلاً بمثل يداً بيد والفضل ربا ، والتمر بالتمر مثلاً بمثل يداً بيد والفضل ربا ، فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يداً بيد[٧].

ج- **العقود المستقبلية:** العقود المستقبلية للعملات الأجنبية Futures هى معاملات آجلة كسابقتها تماما الا أنها تختلف عنها فى أن حجم العقود وتواريخ الاستحقاق نمطية موحدة الزمن تبلغ فى المتوسط نحو ثلاثة شهور.

د- **عقود المبادلة:** تعتبر عقود مبادلة العملات أو مايعرف بعمليات Swaps أكثر المعاملات الآجلة شيوعا حيث يتم من خلال هذه العقود اتفاق طرفين على تبادل العملات لمدة زمنية محددة، على أن يتم إعادة استبدال العملات مرة أخرى بين الطرفين فى وقت لاحق ولا تعد هذه العقود قابلة للتداول فى أسواق المال.

٣- **أسواق المشتقات :**هي عباره عن مجموعة من الأدوات المالية التي تمثل ترتيبات تعاقدية تعتمد قيمتها على أداء أصل معين أو أداة من أدوات أسواق المال أو الأسواق السلعية حيث تعتبر اشتقت منها ولهذا سميت بالمشتقاتDerivatives ، ويتم اللجؤ اليها لعدة اسباب أهمها : محاولة زيادة حجم العائد على المحفظة الإستثماريه نتيجة لإشتقاق اداة

[٧]- قال الإمام النووي: "قوله ﷺ" :لا تبيعوا الذهب بالذهب ولا الورق بالورق إلا سواء بسواء"، قال العلماء :هذا يتناول جميع أنواع الذهب والورق، من جيدٍ ورديءٍ وصحيحٍ ومكسورٍ وحليٍ وتبرٍ وغير ذلك، وسواء الخالص والمخلوط بغيره وهذا كله مجمع عليه" أنظر :(شرح النووي على صحيح مسلم.(4/195 . وقال الحافظ ابن عبد البر: "والسنة المجتمع عليها أنه لا يباع شيءٌ من الذهب عينًا كان أو تبرًا، أو مصوغًا، أو نُقرةً -القطعة المذابة-، أو رديئًا، بشيء من الذهب، إلا مثلًا بمثلٍ يدًا بيدٍ، وكذلك الفضة عينها ومصوغها وتبرها والبيضاء منها والسوداء، والجيدة والرديئة سواء، لا يباع بعضها ببعض إلا مثلًا بمثل يدًا بيد، من زاد أو نقص في شيء من ذلك كله أو أدخله نظرة فقد أكل الربا"أنظر: (الكافي في فقه أهل المدينة ص ٣٠٢.

مالية جديدة من ذات الأصل ، أو يستخدمها المستثمر بغرض التحوط (Hedging) لتغطية المخاطر المتعلقة بالمحفظة الإستثمارية الخاصة به. وللمشتقات عدة اشكال ، حيث تعتبر عقود الخيارات وعقود المستقبليات والعقود الآجلة من أشهر المشتقات استخداما . وعقود المشتقات هذه على الأرجح تدخل فى نطاق العقود غير الجائزه شرعا بالنسبة للشريعة الإسلامية .

٤- **اسواق السلع و أسواق المعادن:** هى أسواق يتم فيها تداول السلع المختلفة ، سواء الزراعية ، كالبن والصمغ والحبوب الزيتيه و السكر أوالمعادن النفيسة وسلع الطاقة ، كالنفط والغاز والذهب والفضة والنحاس والألمونيم ، إذ يقوم المنتجون من المزارعين وشركات التعدين وشركات النفط بعرض سلعهم بلوحات السوق للمستهلكين من مصانع وشركات ومصدرين ليتم التداول فيها وفقا للضوابط المنظمة لذلك. ويرجع أصل تاريخ أسواق السلع الموجودة حالياً إلى الاسواق الخاصة بتجارة المحاصيل الزراعية من خلال عقود نمطيه متفقه مع القواعد والمواصفات المتعارف عليها فى بورصات السلع سواء من ناحية الكمية والتوقيت أو من ناحية درجة جوده و طبيعة السلعة .كما أن هناك عدد مقدر من عمليات التداول فى السلع يتم بغرض تحقيق أرباح عن طريق التنبوء بتحركات السوق حيث يقوم المتعاملون بتداول المشتقات المرتبطة بهذه السلع في العديد من البورصات، مثلما يحدث فى اسواق المال الاخرى.نجد من أمثلة هذه الأسواق المتطورة في البلدان المتقدمة بورصة طوكيو للحبوب وبورصة لندن للمعادن ومجلس شيكاغو للتجارة وغيرها من المراكز المالية المتقدمة لأسواق السلع في البلدان التقدمة بجانب بورصة السلع والذهب بدبي وسوق السلع باديس ابابا ،و يعتبر مجلس التجارة في شيكاغو من أقدم البورصات السلعية حيث انشئ في العام ١٨٤٨ لعدد ٨٢ تاجراً كانوا يتعاملون في الحبوب آنذاك.

وتصنف أسواق المعادن ضمن أسواق السلع إلا أنها تتميز ببعض القواعد والنظم التى تجعلها تصنف كسوق سلعى متخصص فى المعادن ، و اكثر المعادن الثمينة تداولا هى معادن الذهب والفضة والألمونيوم، والتى يتم التداول فيها عن طريق العقود حيث يتم قياس

فرق سعرالحد الأقصى والحد الأدنى في عمليات البيع والشراء اعتمادا على طريقة التداول المحددة من قبل، ويحق للمستثمر اختيار المتاجرة في المعادن الثمينة في السوق الفورية أو السوق الآجلة أو كليهما معا علما بأن لكل معدن طريقة متاجرة معينة ومحددة ، فمثلا قيمة العقد هي ١ لوط معيار الذهب ١٠٠ oz وعلى نحو مماثل للفضة قيمة العقد ١ لوط معيار الفضة٥٠٠٠oz لكل عقد، ويتم التداول الفورى للمعادن فى السوق الفوري، عبر شبكة كبيرة تشمل البنوك المركزية والبنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى والشركات والمستثمرين من القطاع الخاص، والتداول الفوري متاح علي مدار اليوم فى أيام العمل الخمسة من كل أسبوع.كما أن التداول متاح للمعادن النفيسة فى سوق العقود الآجلة مثلها ومثل بقية السلع ،بما في ذلك النفط والألمونيوم والسلع المصنعة والمنتجات الزراعية و حتى السندات المالية. ومن المؤكد أن أسواق المال الإسلامية التى تطبق الشريعة الإسلامية لاتسمح بالعقود الآجلة فى بعض السلع والمعادن النفيسة كالذهب والفضة ، لإشتراط التسليم والتسلم الفورى اللحظى يدا بيد مثلا بمثل مع ضرورة توفر كل القواعد الشرعية. و نحن فى السودان كغيرنا من البلدان الزراعية والغنية بالمعادن النفيسة فى أشد الحاجة لإنشاء هذه البورصات السلعية لفوائدها الجمه على المنتجين أولا والمشترين ثانيا ،ثم على الإقتصاد القومى للدولة ، إذ أن أسواق السلع ستسهم في ايجاد آلية منظمة لاكتشاف الأسعار نظراً لإحاطتها بضوابط واضحة للمتعاملين بشان التسوية والتقاص والمزاودة علي الأسعار وغيرها من الأمور المتعلقة بإتمام الصفقات ؛ فهذه البورصات أصبحت من الضروريات الإقتصادية فى الدول المتحضرة وذلك لتفادى العديد من العقبات والتعقيدات والمخاطر التى قد تسهم فى تردى الوضع الإقتصادى ، **وذلك مثل:**

١. التشوه فى العديد من الاسواق العاملة حاليا "غير المنظمة " هيكليا وتنظيميا ، مما يؤدى الى ارتفاع المخاطر التجارية والائتمانية والتسويقية فيها ، وبالتالى ارتفاع تكلفة تنفيذ الصفقات .
٢. وجود نسبة كبيرة من التعثر في تنفيذ العقود المتعلقة ببيع وشراء السلع الزراعية ، حيث يمكن أن يعجز البائع عن تسليم المبيع بنفس المواصفات المتفق عليها أو أن يعجز المشتري عن دفع الثمن فى الوقت المحدد .

٣. عدم إستقرار حجم الكميات المعروضة من السلع بسبب غياب السوق المنظمة للتداول.
٤. تذبذب الأسعار صعودا وهبوطا و عدم واقعيتها .
٥. تدهور ورداءة جودة المنتجات خصوصا الزراعية لعدم التدقيق فى المواصفات .
٦. عدم توفر الثقة الكاملة بين المتعاملين لغياب الضوابط التي تنظم أنشطة التداول فيما بينهم وإعتمادهم على الأعراف السائدة وحلول الجودية.
٧. ضعف المعلومات الدقيقة حول الأسعار وحجم الإنتاج وحجم الصفقات المنفذة ومستوى الجودة وحجم وتوقعات الطلب وعم معيارية ونمطية المواصفات.

لهذا فمن المؤكد أن لقيام بورصات السلع فى مثل بلداننا الكثير من المزايا والآثار الإقتصادية الإيجابية ، إذ أن إنتشار ثقافة عمل المشروعات الزراعية الصغيرة علي أساس تجاري وفقا لمواصفات سوق السلع يعتبر محفذا للإنتاج ويسهم بفعالية فى استراتيجيات مكافحة الفقر ، كما يمكن تطويعه لتسريع معدلات النمؤ في إنتاج سلع الصادر الزراعية ذات الميزة التنافسية العالية، كما سيخدم سوق صغار المنتجين من عدة أوجه أهمها:

i. قيام سوق السلع بلا شك سيمكن صغار المزارعين من متابعة إتجاه الاسعار العالمية لمنتجاتهم وبالتالي تحسين موقفهم التفاوضي في ظل شفافية السوق السائدة.

ii. بعد قيام السوق وتحديد مواصفات قياسية لكل سلعة ، من المؤكد أن صغار المزارعين سيسعون الى الإلتزام بالمواصفات وجودة الأنتاج بغرض الحصول علي أفضل الأسعار، بجانب التخطيط للإنتاج وفقا لإتجاهات الأسعار والتنبؤات المستقبيلة لحجم الطلب وكميات العرض مما يرتقى بمستوى جودة الإنتاج والتعبئة والعرض.

iii. كما سيتمكن صغار المنتجين من الوصول للأسواق القومية والعالمية بدلاً عن اسواقهم المحلية التي يعملون فيها، بفضل التقنيات المتطورة التى تتاح عبر السوق.

iv. إن إعتماد السوق لمخازن محددة تستخرج شهادات تخزين معترف بها يسهل على الجهاز المصرفى تقديم الخدمات المصرفية الجديدة المرتبطة ببورصة السلع مثل التمويل بضمان شهادات التخزين وانشاء الصناديق الإستثمارية السلعية ومحافظ تمويل هذه السلع.

v. كل هذا ينعكس إيجابا على قطاع الخدمات الاقتصادية فينمو قطاع التخزين وينشط قطاع النقل ، وتتطور قطاعات وصناعات عديدة كصناعة التغليف والتعبئة و صناعة التأمين ، مما يساعد فى تطوير مجالات البحث العلمى والأكاديمى وتطوير بحوث الاسواق .

من العرض أعلاه نستخلص أن أهم البورصات التى تهم جمهور المستثمرين فى العالم يمكن أن تحصر فى خمسة أنواع أساسية هى:

١- بورصات الأوراق المالية.
٢- بورصات المعادن النفيسة.
٣- بورصات السلع الحاضرة.
٤- بورصات سوق الفوركس .
٥- بورصات الصفقات الآجلة.

يلاحظ إستبعاد السوق النقدية وسوق رأس المال لعدم شعبيتهما مع إعتمادهما على أدوات سوق الأوراق المالية بشكل كبير مع إقتصار نطاق عملهما فى المؤسسات المالية والمصرفية الكبيرة دون جمهور صغار المستثمرين .

الهياكل المؤسسية للأسواق ومتطلباتها القانونية :

الأسواق المالية مثلها ومثل أية منشأة مالية لها هياكلها التنظيمية الداخلية الخاصة بها ولها هيكلية مؤسسية عامة تعمل فيها ، مثلها ومثل الجهاز المصرفى الذى يحوى فى هيكله المؤسسى البنك المركزى والبنوك التجارية والمتخصصة والصرافات وشركات توظيف الأموال و مكاتب التحويل وغيرها . أما الهيكلية العامة التى تعمل فى نطاقها الأسواق المالية فتشتمل على خمسة أجهزه أساسية قد تختلف مسمياتها حسب أسس وقوانين وضوابط الدول إلا أن وظائفها متماثلة ، والأجهزة الخمسة هى:

أ. أجهزة التشريع والتخطيط الحكومية: وتشمل الأجهزة الحكومية المناط بها أصدار القوانين والتشريعات الخاصة بالأسواق حتى يطمئن المتعاملون فيها ، بجانب أدراج المؤشرات التى تهم السوق فى الخطط الإستراتيجية ووضع السياسات الخاصة بتطوير الأسواق وتحفيز الشركات المدرجة بالسوق ، ويأتي في مقدمة هذه الاجهزة مجلس الوزراء والوزارات المعنية بالشأن الأقتصادى والبنك المركزى ووزارة العدل والمسجل التجارى وغيرها من الجهات الحكومية المعنية بأمر الأسواق . هنا لابد من التأكيد على أن التوجهات فى كل أسواق المال نحو تقليص دور الحكومة وحصره في الإطار التشريعي والرقابي وترك أمور الإدارة للقطاع الخاص ، حيث يفضل أن يكون السوق شركة مساهمة عامة ،أو أن يكون مؤسسة غير هادفة للربح كما هو الحال فى العديد من الأسواق العربية ومنها سوق الخرطوم للأوراق المالية.وفى العادة تمثل الحكومة والبنك المركزى وشركات الوساطة فى مجلس إدارة السوق وجمعيته العمومية التى تشمل أيضا البنوك التجارية .

ب . هيئات الرقابة والاشراف: فى العادة تنشأ هيئة للرقابة على الأسواق المالية ، وقد تشرف على كآفة الأسواق بالدولة كأسواق السلع وسوق النقد الأجنبى ، كما تقوم بإصدار الضوابط واللوائح والقواعد المنظمة لعمل هذه الأسواق بجانب قيامها بعمليات الرقابة والمتابعة و التفتيش ومحاسبة المؤسسات المتعاملة فيها ، مما يعزز الثقة فى عمل هذه الأسواق.

ج . الأجهزة التنفيذية : ويعنى بها أسواق الأموال نفسها (البورصات) إذ أنها تقوم بالعمل الفنى المتعلق بالتداول وتضع اللوائح والضوابط الخاصة بقاعة التداول ونظمها التشغيلية .

د. وحدات الحفظ والإيداع المركزى : عادة ما تنشأ وحدات بغرض القيام بمهام تسجيل وحفظ وإيداع الاوراق المالية المختلفة ، وقد تكون ضمن الهيكل التنظيمى للسوق أو قد تنشأ كمراكز إيداع منفصلة عن السوق تقوم بهذه المهام كما وقد تقوم فى بعض الحالات بتوزيع الأرباح المستحقة بعد إستلامها من الجهات مصدرة الورقة المالية، وأثبتت التجارب أن مراكز الإيداع المستقلة أفضل وأكثر كفآءة و مهنية من المراكز الملحقة بالأسواق.

هـ . المؤسسات العاملة في السوق: وتشمل كافة المؤسسات التي تعمل في سوق الاوراق المالية كبنوك الإستثمار وشركات الوساطة المالية التى يتم التداول عبرها ، والبعض يضيف الى المؤسسات العاملة فى السوق ، الشركات المصدرة للأوراق المالية والشركات المنشأة لهذا الغرض .

أما بالنسبة للهياكل الوظيفية لأسواق المال فهى أيضا هياكل نمطية متشابهة فى أصولها وجوهرها إلا أن حجم السوق وعددالشركات المدرجة فيه وعدد وطبيعة الصفقات (مضاربات أو استثمار) قد تجعل هناك بعض الإختلافات اليسيرة فى الهياكل التى تحكم عمل هذه الأسواق من حيث إدارة شؤون السوق وتحدد الصلاحيات المخولة لكل وحدة تنظيمية ، ويوجد للسوق جمعية عمومية تكون عادة من أعضاء السوق الملتزمين بدفع رسوم العضوية السنوية ، بيد أن معظم الهياكل التنظيمية للأسواق المالية لاتخرج من الإطار التالى :

وجود مجلس إدارة على رأسه :

لابد للسوق من مجلس إدارة يحظى بصلاحيات ومسؤوليات واسعة تشمل التخطيط والتنظيم والإشراف والرقابة. وعلى المجلس أن يقوم برسم السياسات العامة وصياغة إستراتيجيات العمل للسوق، ووضع اللوائح والنظم والقواعد المتعلقة بعمليات

إصدار وإدارة وتداول الأوراق المالية،كما للمجلس الحق فى تعيين المراجع الخارجى للسوق والمستشار القانونى وإعتماد عضوية هيئة الرقابة الشرعية ، واتخاذ القرارات بشان تسجيل الوسطاء . كما يتمتع المجلس بحق إعتماد الحسابات الختامية للسوق ، وإعداد مشاريع القوانين والأنظمة ذات العلاقة بالسوق وأهدافه، وتحديد نسب العمولات وشروطها، وفرض الغرامات والعقوبات على المخالفين ووقف العمل في تداول أوراق مالية لشركة أو أكثر مؤقتاً أو نهائياً حسب المقتضيات، وتشكيل اللجان المتخصصة والى ماغير ذلك من الإختصاصات التى تمارسها مجالس الإدارات عموما.

الرئاسة التنفيذية للسوق:

أما المدير التنفيذى للسوق فيقوم بالمهام والصلاحيات المتعارف عليها بالنسبة للمدراء ، مع تسلحه بتفويض مجلس الإدارة ومنحه الصلاحيات الضرورية لتطبيق القوانين والأنظمة للقيام بدوره الإدارى والإشرافى على أعمال السوق والعاملين فيه والمتعاملين معه من خلال دوائر أو إدارات أو أجهزه متخصصه حسبما يوجد من نظم بالدولة . فبجانب الإدارات الخاصة بالموارد البشرية والشئون الإدارية والتقنية، **لابد من إنشاء الإدارات المختصة بالجوانب التاليه :**

أ- **إدارة البحوث والدراسات والتطوير والتسويق** : وتقوم بجميع المهام المختصة بإعداد الدراسات والبحوث الخاصة بالسوق والتحاليل المالية للشركات ونشر المعلومات والتقارير من خلال الموقع الإلكترونى للسوق والتقارير الدورية ، وتقديم مقترحات تطوير الأنظمة المطبقة في أعمال السوق.

ب- **إدارات العمليات:** وتشمل كل الإدارات التى تتولى مهام تطبيق الأنظمة الخاصة بعمليات التداول والتسوية، ومتابعة التداول ومراقبة أتجاهات الأسعار وحركة الأسهم.

ج- **ادارات الرقابة والتفتيش:** وتشمل الإدارات الخاصة بمراقبة أداء شركات الوساطة المالية مكتبيا وميدانيا والقيام بمهام التفتيش الدورية والفجائية لشركات الوساطة وقسم الأسهم بشركات المساهمة العامة المدرجة بالسوق للتأكد من صحة

المعلومات والبيانات الصادرة عنها ، وتوفير البيانات اللازمة لفض النزاعات المعروضة على السوق، والتأكد من خلو معاملات السوق من عمليات غسل الأموال والمخالفات الشرعية وأية تجاوزات تعرض السوق أو المتعاملين فيه للمخاطر أو أكل أموالهم بالباطل.

المتطلبات القانونية و التشريعية للأسواق:

عند إنشاء اى سوق من أسواق المال فى أى دولة لابد للدولة من أن تسهم فى قيامه وتمهد له بالتشريعات القانوية اللازمة التى تحفظ حقوق كآفة المتعاملين فيه ، حتى وإن كان السوق شركة خاصة أو شركة مساهمة عامة أو مؤسسة غير هادفة للربح . فتوفر البيئة التشريعية والقانونية المناسبة يعتبر من الدعائم الأساسية لقيام السوق ، لهذا فعلى الدولة أن تصدر كآفة التشريعات والقوانين والضوابط والنظم والمنشورات المتعلقة بأنشطة إصدار وتداول الأوراق المالية . فمن المهم أصدار قانون السوق نفسه والهيئة المشرفة علية و وضع التعديلات اللازمة على قوانين الشركات والإستثمار والضرائب لتواكب إنشاء السوق وغيرها من القوانين ذات الصلة بعمل السوق. ولابد للدولة المعنية عند إصدار هذه التشريعات أن توائم بين هدفين أساسيين ، الأول منهما ، الهدف التنظيمى الذى يضمن حقوق المتعاملين فى الأسواق ، والثانى ، الهدف التنموى التشجيعى لهذه التشريعات ، فيجب ألا يطغى غرض على الآخر من أجل أن يقوم السوق بالدور المناط به على الوجه المطلوب . وفى العادة لاتخرج هذه التشريعات من كونها تؤطر للعمليات الرقابية أو تضع أسس تشجيع وتطوير عمليات التداول أو تنشئ المؤسسات الخاصة بالأسواق نفسها وتعرفها وتؤسس لها. ولهذا نجد أن تشريعات الأسواق المالية تركز على موضوعات الشفافية والضبط المؤسسى والإفصاح التام ومتطلباته وشروطه ، بغرض تعزيز الثقة فى السوق وتشجيع عمليات التداول ، حيث يطلب من السوق أن يقوم بشكل دورى بعملية نشر البيانات والمعلومات والتحليلات المتعلقة بأنشطة التداول والأسعار اليومية، و مؤشرات الأداء ، كما تقوم بعض الأسواق بتحليل الميزانيات والقوائم المالية الأخرى للشركات المدرجة وتوزيعها على المتعاملين في السوق مباشرة ونشرها في وسائل الأعلام المختلفة ، ليلتقطها الخبراء و المحللون الماليون و

شركات التقييم الائتمانى ليقوموا بدورهم فى هذا المجال الذى يسهم جدا فى رفع مستوى الإفصاح والشفافية في السوق. لهذا يلزم السوق كآفة الشركات المدرجة تزويده بتقارير دورية (فى العادة تكون ربع سنوية) توضح مستوى سير أدائها ونتائج أعمالها على أن تتضمن هذه التقارير البيانات التي تفصح عن مراكزها المالية بصورة صحيحة، وقد تلزمها بنشر هذه التقارير والبيانات بالصحف السيارة أو المواقع الإلكترونية المعتمدة مع إلزامها بالإبلاغ عن أى ظروف استثنائية أو جديدة تؤثر على أنشطتها أو مراكزها المالية أو أى تعديل في إدارتها الرئيسية.

مشروعية أسواق المال:

كثيرا ما تثار بعض التسآؤلات والشبهات وتبرز علامات إستفهام حول شرعية التعامل والعمل فى أسواق المال وقد تصدى العديد من علماء المسلمين والجهات المختصة بتوضيح هذا الأمر والذى لانريد أن نخوض فيه كثيرا لكثرة ماكتب عنه ، ولكن من الضرورى أن نبين أن العلماء جزاهم الله خيرا أوضحوا أن إنشاء الأسواق بصفة عامة عملية مشروعة بالكتاب والسنة والإجماع حيث بنى رسول الله (صلى الله عليه وسلم تسليما كثيرا) للمسلمين سوقاً في المدينة بعد الهجرة مباشرة (وهى أول سوق يؤسسها نبي مرسل)، ليفصل سوق المسلمين عن سوق اليهود التى كانت قائمة فى حي من أحياء اليهود و تسمى (سوق بنى قينقاع)،وكانوا يتعاملون فيها بالربا والسحت والغش والتدليس والغرر والاحتكار ويفرض على المتعاملين فيها الاتاوات، وهذا كله لا يتفق مع القواعد والضوابط الإسلامية للمعاملات، فرأي رسول الله صلى الله عليه وسلم أن ينشئ السوق الجديدة للمسلمين فى مكان قريب من سوق بنى قينقاع، وضرب خيمة كبيرة (قبة) لتكون رمزاً وعلامة يتجمع حولها المسلمون للبيع والشراء، فأغتاظ اليهود من ذلك وقام زعيمهم كعب بن الأشرف بهدم الخيمة وقطع أطنابها، إلا أن رد فعل الرسول صلى الله عليه وسلم (الرحمة المهداة) كان حكيما تجاه هذا التصرف إذ أقسم قائلا[٨] : والله لأضربن له سوقاً هو أغيظ له من هذا " وفى رواية أخري: " لأنقلنها

[٨] - أنظر: وفاء الوفاء باخبار دار المصطفى، للإمام السمهودى.

إلى موضع هو أغيظ له من هذا " ومضى رسول الله صلى الله عليه وسلم إلى مكان فسيح واشتراه من صاحبه، وضرب فيه برجله وقال: " هذه سوقكم لا تتحجروا ولا يضرب عليه الخراج "، ويقصد بذلك لا بد وأن تكون السوق واسعة ولا يُضيق التجار بعضهم على بعض فى الاماكن، كما لا يجوز لولي الأمر أن يفرض على المتعاملين فيها إتاوات أو رسوم أو ضرائب، خلاف زكاة المال المقررة شرعاً ، وهذه التوجيهات النبوية تعتبر من الضوابط الأساسية التى يجب توافرها في أى سوق ليوصف بالشرعية ، **وهى تشمل الضوابط الآتية** :

- الإلتزام بالتعامل فيما يجوز التعامل فيه من الطيبات و المنافع المعتبرة شرعا وتجنب المحرمات كبيع لحوم الخنزير والخمور وغيرها.
- إجتناب المعاملات غير المشروعة وطهارة السوق من المعاملات الربوية والخبائث بكافة صورها مثل الاحتكار والمقامرة والغش والتدليس والجهالة والغرر والتناجش وبخس حقوق الآخرين والتطفيف والسحت والرشوة والبيوع الممنوعة ، كبيع العينة و بيع الدين بالدين والكالئ بالكالئ وبيع ما ليس عندك وبيع المعدوم وكل صيغ أكل أموال الناس بالباطل.
- الشفافية الكاملة فى توفيرالمعلومات بمهنية يتحرى فيها الأمانة والصدق والمصداقية حتى تساعد في اتّخاذ قرارات الشراء والبيع السليمة .
- إتساع حجم السوق وسهولة الدخول والخروج منها ، وحرية اجراء المعاملات وفقا لضوابط معقولة دون تضييق على المتعاملين.
- وضع الضوابط اللازمة لتجنب المعاملات والوهمية حفاظا على سمعة السوق وحقوق المتعاملين فيه مع السعى لوضع قواعد سلوك مهنية تبعث على بث جو من الثقه والإطمئنان فى عمليات السوق.
- تفادى ارتفاع الأسعار وذلك بتجنب فرض الرسوم غير الضرورية على الأسواق.

ليس هناك شبهات تذكر حول تداول الصكوك أذا تم تجنب النقاط أعلاه مع التأكد من الأهلية الشرعية لمصدر الصكوك ومحل الصكوك ، غير أن العديد من الشبهات تثار حول شرعية التعامل في الأسهم ، ونسبة لأن السهم يمثل جزءاً من رأس مال الشركة المصدرة ، ويساهم صاحبه في الربح والخسارة حسب ما تسفر عنه نتائج الأعمال وفقا للحسابات الختامية للشركة ، فينطبق عليه قاعدة الغنم بالغرم والتعامل في الأسهم بيعاً وشراءاً ووساطة ،لاضير فيه ، وجائز شرعا شريطة الإلتزام بالضوابط الإسلامية على أن يكون نشاط الشركة المصدرة للسهم نشاطا حلالاً كلية لاتشوبه شائبة حرمة كالتعامل في نشاط ممنوع شرعا كالتعامل في مجال الخمور أو الخنزير أو القمار أو البغاء .أما بالنسبة لشرعية التعامل في سندات القرض[٩] ذات الفائدة الربوية الثابتة المحددة مقدماً كسندات التنمية وصكوك الخزانة[١٠] ذات العائد الربوى الثابت ،وكل ما في حكمه من المعاملات الربوية المحرمة شرعاً ، فقد أجمع الفقهاء على تحريم التعامل فيها. كما أنه لاتوجد تحفظات حول عمليات السمسرة المالية المشروعة من خلال عمل شركات الوساطة في الأوراق المالية فليس هناك من حرج ما دامت تلك الشركات تعمل في الحلال والطيبات وتتجنب التعامل في السندات بفائدة وما في حكمها وكذلك تتجنب كل المعاملات المحرمة و مادام يحكم عمل تلك الشركات الضوابط الشرعية للمعاملات مع الالتزام بالصدق والأمانة والشفافية وتجنب الغش والغرر والتدليس والجهالة وغيرها من المحظورات الشرعية . بالرغم من كل هذه الإحتياطات ، ومع تأكيد عدد من الأسواق على إلتزامها بالضوابط الشرعية ، فكثيرا ما تثار بعض الشبهات حول المعاملات في سوق الأوراق المالية وتحتاج لجهود كبيرة من قبل القائمين على الأسواق لتجنبها والتى منها :

- إستخدام الشركات للوسائط الإعلامية والإعلانية لبث معلومات قد تضلل المتعاملين فى السوق وتؤثر على عمليات التداول.

[٩] - الفتاوى الإسلامية بدار الإفتاء ، مجلد رقم ٩ رقم ١٩٢٤٨ بتاريخ ١٣٩٩هـ / ١٩٧٩ م.

[١٠] - من المعلوم أن بعض الصكوك الإسلامية لها عائد ثابت كصكوك الإيجارة الجائزه شرعا ونرجو ألا يغيب ذلك عن فطنة القارئ.

- تشأ معملات إحتكارية بسبب سيطرة كبار رجال الآعمال وكبريات الشركات على عمليات التداول بالأسواق المالية.

- بث الشائعات المغرضة لإيقاع بعض المتعاملين في أخطاء ينجم عنها خسائر فادحة لهم ومكاسب لآخرين.

- إستكمال عمليات التداول عن طريق بنوك ربوية تقدم قروض لتمويل عمليات التداول أو عن طريق الشراء الجزئي بأن يدفع المشتري جزءاً من الثمن ويوقع عقد قرض ببقية الثمن من الوسيط ، فهما عقدان في آن واحد ولا يجوز التعامل بذلك لإشتراط بيع وسلف فى عقد واحد .

- التعامل في أوراق مالية لشركات تعمل من خلال نظام غير إسلامى ولها نوافذ اسلامية أو تخلط فى بعض الأحيان التعامل المباح ببعض التعامل غير المشروع مضطرة بسبب تبادل المعاملات الدولية .

فعلى السوق ان يبذل كل ما فى وسعه لاجتناب الوقوع فى أى شبهة قد تمس شرعية التعامل فيه ، وذلك من خلال تشكيل هيئة رقابة شرعية تراقب عمله ويحصل من خلالها على الفتاوى الضرورية لانجاز عمله وتحصنه ضد هذه الشبهات والتأكد من أن عمليات التداول تتم بصفقات عقود البيع الناجز وتفادى العمليات الآجلة كعقود الخيارات والمستقبليات والبيع الوهمى على المكشوف . كما أن هناك مايثار أيضا حول صناع السوق بأنهم ليس إلا مضاربون ، والمضاربة فى نظر الكثيرين لاتؤدى وظيفة حقيقية ملموسة فى الأنشطة الإقتصادية ، حتى وإن أدى نشاطهم الى احتفاظ السوق الثانوية بنشاط مستمر بسبب زيادة حجم التداول وتحسين مؤشرات كفاءة السوق،خصوصا وأن هذا التبرير يتنافى والفهم الإسلامى لتداول الأوراق المالية الذى يؤمن بالتداول المرتبط بخلق المنافع، لا بتوليد الارباح للمضاربين دون أية قيمة مضافة حقيقية للإقتصاد ، مما يستدعى ضرورة وضع ضوابط شرعية تحكم عمل صناع السوق و مغطى الإصدارات وتجنبهم الوقوع فى شبهات التعامل غير المشروع.

الفصل الثالث

آلية عمل أسواق المال

والمشاركون فيها

آلية عمل سوق الأوراق المالية:

لابد للشركة الراغبة فى الإدراج بسوق الأوراق المالية أن تجتاز مرحلة الوفاء بشروط السوق، التى تتعلق عادة بالملاءة المالية للشركة وإستيفاء المتطلبات القانونية ومتطلبات الشفافية والإفصاح . ومع أن هناك بورصات خاصة بالشركات الخاصة فى بعض الدول كجمهورية مصر العربية ، إلا أن الأسواق المالية عموما لآتدرج إلا شركات المساهمة العامة (أو شركة التوصية بالأسهم) وقد تتطلب أكتتاب عدد من المساهمين (أو المؤسسين) لايقل عن سبعة، و بحيث لاتقل مساهمتهم عن ٢٠٪ ولاتتجاوز ٧٥٪ من رأس المال المدفوع ، مع الموافقه على طرح بقية الأسهم للجمهور للإكتتاب الإختيارى فيه ، كما وقد تفرض بعض الأسواق نسبة تركيز على المساهم بحيث لايتجاوز نصيب المساهم الفرد الواحد نسبة ١٥٪ فى رأس المال ، وقد ترفع هذه النسبة للشخصيات الإعتبارية لتصل الى ٢٥٪، ومع ذلك قد يتطلب الإدراج أن يكون قد مر على تأسيس الشركة ومزاولة نشاطها أكثر من عام على الأقل ، وتكون حساباتها الختامية المراجعة للسنة أو السنتين الماضيتين (على الأقل) قد أظهرت توزيعات أرباح على المساهمين حتى تتمكن من استكمال ملف الإدراج بالسوق بعد إستيفاء شروط أية جهة اخرى كالمسجل التجارى والجهات المختصة بالدولة. بعد أن يتم تسجيل الشركة بالسوق يحق لها أن تصدر أسهما أو صكوكا للتداول فى السوق الأولى ومن ثم فى قاعات التداول فى السوق الثانوى .

بعد أن يتم إصدار الأوراق المالية فى السوق الأولى وبموجب نشرة الإصدار Prospectus و بعد إستيفاء متطلبات السوق يتم إدراج الأوراق المالية فى السوق الثانوى إيذانا ببدء التداول فيها داخل قاعة التداول عن طريق الوكلاء المرخص لهم .

ومع أن عمليات التداول تطورت وأصبح بالإمكان القيام بعمليات التداول عن بعد ، إلا أن البورصات لم تتخل عن قاعة التداول وصالاتها الرحبة التى تضج بالمتعاملين بإعتبارها إرثا تأريخيا هاما من مكونات أسواق المال ، ومن المعلوم أن معظم عمليات التداول التى تتم بالقاعة تكون لمصلحة المستثمرين ، لذا فعلى الوكيل أو الوسيط أن يقوم بتقديم النصح المالى السليم الذى يمكن المستثمر من إختيار الأوراق المالية التى تناسب ظروفه وخياره ويعينه فى تحسس أفضل الأوقات للشراء أو البيع من خلال النصائح والإستشارات المدروسة المبنية على تحليل أوضاع السوق والشركات المدرجة فية وكل مايتصل بالأوراق المالية . يتم تحديد سعر تنفيذ الصفقة فى العادة عن طريق آلية العرض والطلب المعروفة أو بواحدة من طريقتين ،هما المزايدة أو المفاوضة على سعر الصفقة ، ففى طريقة المفاوضة، يقوم البائع والمشترى بإعلان الأسعار التى تناسبه ، ومن ثم تبدأ عملية التفاوض بينهما للوصول الى سعر عادل يقبله الطرفان لتنفذ به العملية ،أما فى طريقة المزايدة، فيتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أفضل العروض التى تقدم من قبل المشترين ليتم التنفيذ عليه.

وتعتبر نشرة الإصدار Prospectus الخطوة الأولى فى متطلبات تسجيل الأوراق المالية إذ يتوجب على أي جهة قبل القيام بالعرض العام اعداد نشرة اصدار وتقديمها الى هيئة الاوراق المالية أو الجهة المختصة ، بحيث تتضمن النشرة المعلومات والبيانات التفصيلية المطلوبة، وللهيئة ان تطلب اي معلومات تساعد المستثمر على اتخاذ قراره بشأن الاستثمار في الاوراق المالية المنوي اصدارها . ان الغاية الأساسية من نشرة الاصدار هي اطلاع المستثمرين على كافة البيانات والمعلومات حول الورقة المصدرة بكل وضوح وشفافية ، وعليه يجب ان تقدم المعلومات المطلوبة بشكل واضح ودقيق ومفهوم دون ان تحتوي على معلومات غير ذات صلة او غير ملائمة، مع مراعاة عدم تكرار المعلومات في آكثر من مكان في النشرة إذا لم تكن هناك ضرورة ملحة للتكرار ، و يجوز للمصدر أن يعد نشرة ترويجية بشرط أن تستند وتتوافق مع المعلومات والبيانات الواردة في نشرة الاصدار مع أخذ موافقة الجهات المختصة على صيغة النشرة الترويجية .

كما ولابد لنشرة الإصدار من أن توفر البيانات الأساسية حول الشركة المصدرة وأغراض هذة الشركة والغرض من الإصدار ومدة الإصدار والى غير ذلك **من المتطلبات التى تشمل بشكل عام النقاط التالية :**

١. اسم الشركة المصدرة ، ورأسمالها (رأس المال المصرح به ورأس المال المكتتب به ورأس المال المدفوع) وكافة المعلومات الأساسية عن الشركة وعن الأصدارة ، مثل توضيح المستشار المالي للشركة و مدير الإصدار و متعهد التغطية والمرجع القانونى وهيئة الرقابة الشرعية .
٢. نوع الورقة المالية وقيمتها الاسمية ، وعدد الأوراق المعروضة، وسعرها وقيمتها الاجمالية ، وفي حال وجود اسهم عينيه مقابل اصول فيتعين توضيح الهدف العام من هذه العملية والاساس الذي اعتمد عليه في تقييم هذه الاصول مع تقديم كآفة المعلومات المتعلقه بعملية التقييم .
٣. عدد وقيمة وخصائص الاوراق المالية الاخرى التي ستصدرها الشركة بالتزامن مع هذا الاصدار مع بيان اسباب ذلك .
٤. شروط واجراءات الاكتتاب والطريقة التي يتبعها المستثمرون في انجاز اكتتاباتهم من حيث ، تقديم طلبات الاكتتاب والمكان المحدد لذلك وتأريخ بداية ونهاية الاكتتاب مع تحديد طرق قبول او رفض الطلب ، و أسلوب وتاريخ إعادة الاموال الفائضة في حالة التخصيص او رفض الطلب .
٥. تحديد الحد الادنى للاكتتاب الواحد بالورقة المالية، وإن كانت هناك نسبة مخصصة لمساهمي الشركة أو لمساهم إستراتيجى يجب تحديدها بوضوح .
٦. توضيح حقوق ومسؤوليات المساهم (إن كانت الورقة المالية ، أسهما) و تبيين حق المساهم في الارباح وحقه في التصويت وحقوقه عند تصفية الشركة او حلها وذلك لكل نوع من انواع الاسهم .
٧. توضيح نوع التقارير والكشوفات التي سيزود بها المساهمون من قبل الشركة والتواريخ المتوقعة لارسالها .

٨. بعض الأسواق قد تطلب و صفاً لأهمية ومدة وتأثير الامتيازات او براءات الاختراع او العلامات التجارية وأي حقوق تجارية أخرى وبيان اي أحداث متوقعه ذات علاقة بها . بجانب توضيح درجة اعتماد الشركة المصدرة على زبائن رئيسيين محلياً وخارجيا، في حالة أن ذلك يشكل أكثر من ٢٠ ٪ من اجمالي المشتريات أو المبيعات ، مع بيان وضع الشركة التنافسي وتوضيح الحجم التقديري لنشاط الشركة قياساً بمنافسيها ، وبيان مدى تمتع منتجات الشركة بالحماية وأسلوبها عند توفر ذلك ، وتوضيح مدى تمتعها بمزايا قانون تشجيع الإستثمار ، ومدى توافقها مع الشريعة الإسلامية .

٩. ضرورة إعطاء شرحاً وافياً للمخاطر التي قد تنجم عن الاستثمار في الاوراق المعروضة.

١٠. كما قد تطلب دراسات الجدوى الإقتصادية والمالية والفنية والتدفق النقدي لعدد من السنوات القادمة ، و فترة استرداد رأس المال محسوبة منذ البدء بالانتاج ، و حسابات معدل العائد الداخلي والى غير ذلك من المؤشرات الإقتصادية .

١١. الإفصاح عن اي قضايا محكوم بها لصالح الشركة او عليها او ما زالت منظورة لدى القضاء خلال السنوات الخمس السابقة ، و بيان فيما إذا كانت هناك قضايا مالية معلقة أو منظورة أمام المحاكم على الشركة أو الشركات التابعة لها ، أو إذا كانت الشركة طرف فيها .

١٢. أية مطالبات أو حجوزات من قبل ضريبة المبيعات أو ضريبة الدخل أو أية جهة أخرى أو أية رهونات على أصول الشرآة.

١٣. كما أن على الشخص المكتتب أن يسجل فى الطلب بيانته التعريفية التفصيلية ويقر بأن جميع المعلومات الواردة فى طلبه صحيحة وكاملة ويوقع بالموافقة على الإكتتاب ، مع إقراره التام بأنه إطلع على نسخة من نشرة الإصدار والنظام الأساسي، وعلم بكافة محتوياتها ودرسها بعناية وفهم مضمونها.

العوامل المؤثرة في عمليات التداول بالسوق:

تتأثر حركة التداول فى قاعات الأسواق المنظمة بعدة عوامل إقتصادية وسياسية وإجتماعية ودينية ، قد تتداخل فيما بينها وتؤثر على قرارات البيع والشراء فيما بين المستثمرين ، **ورغم تعدد هذة العوامل إلا أن من أكثرها تأثيرا نجد الأتى:**

أ- **معدل التضخم** :أن أشد الأعداء ضراوة على الإدخار بجانب تدهور سعر الصرف هو معدل التضخم ، إذ أن كليهما يؤدى الى إنخفاض القوة الشرائية بيد الجمهور ويترتب على ذلك إنخفاض حجم الإستثمارات فى الأوراق المالية ، حيث يلجأ المتعاملون الى التخلص منها وشراء الأصول العينية كالأراضى والمعادن النفيسة ، ومن ثم تبدأ مشاكل البورصة فى الظهور وتتعقد الأمور بإنخفاض أسعار الأوراق المالية التى يتبعها تدهور مؤشرات السوق مما ينذر بخطر الأزمات المالية .

ب- **تدهور قيمة العملة** :كما هو معلوم فإن تدهور قيمة العملة يؤثر على المدخرين والمستثمريين فى البورصات نتيجة إنخفاض القوة الشرائية كما يؤثر على المستثمرين الأجانب الذين سيسعون الى الهروب بأموالهم الى الخارج والتخارج من السوق بأسرع مايمكن ، ولهذا لابد للدول أن تسعى بكل جهدها لإستدامة إستقرار سعر الصرف .

ج- **المضاربات المفاجئة:** تعتبر المضاربات المدروسة والناتجة عن تحليل البيانات والمعلومات الإقتصادية جزء اساسى من آليات أسواق المال التى تشعل فيه روح الحماس والدافعية والنمؤ ، والتى تهدف إلى إستغلال التقلبات المتوقعة والمحسوبة فى أسعار الأوراق المالية، هذا بخلاف المضاربات المفاجئة التي تتم بشكل سريع وتستخدم فيها اساليب غير أخلاقية قد تترتب عليها آثار سيئة على السوق تؤدى الى فقدان الثقة فيها ، أو ربما تعمل على إنهيارها .

د- **إنتقال العدوى** :من المخاطر المعروفة عن البورصات ، مشكلة إنتقال العدوى السريع فيما بينها ، وإن لم يكن بين البورصة التى تعرضت لهبوط مؤشراتها والبورصة الأخرى علاقة مباشرة ، إلا أن العدوى تنتقل بسرعة النار فى الهشيم ، من خلال وسائط الإعلام

أو بسبب إرتباط إقتصاديات الدول فيما بينها ، خصوصا فى ظل تنامى ظاهرة الشركات العابرة للدول والقارات التى تنقل العدوى لكافة أطراف المعمورة خلال لحظات معدودة.

المشاركون في أسواق المال:

هناك ثلاثة شركاء لاغنى لأسواق المال عنهم ،يعملون بجانب الهيئات الرقابية وجهات التحكيم المعترف بها ، **وهولاء الشركاء يشملون ثلاثة أصناف هى :**

أولا - طالبوا الأوراق المالية :

طالب الأوراق المالية إما أن يطلبها من السوق الأولى " سوق الإصدارات" وفى هذه الحالة يطلق عليه لفظ "المدخرالأولى" أو عارض المال أو المستثمر المالى، أو أن يطلبها من السوق الثانوية أي البورصة وفى هذه الحالة يطلق عليه لفظ "المستثمر" في الأوراق المالية . **وعموما يمكن تقسيم طلاب الأوراق الماليه إلى الأقسام الخمسة التالية :**

أ- **الأفراد:**وهم فى العادة يطلبون الأوراق المالية عبر الوسطاء الماليين او المصارف التجارية أو مباشرة فى بعض الحالات الخاصة فى بعض البورصات . وتمثل حصة الأفراد والعائلات فى البورصات نصيب مقدر حيث تتجاوز توظيفاتهم نسبة ٨٠٪ فى الولايات المتحدة وتبلغ مابين ٢٠٪ الى٣٠٪ فى دول كالمملكة المتحدة واليابان وفرنسا والمانيا .

ب- **المؤسسات المالية المصرفية:** ويقصد بها المؤسسات المالية التى تمارس عملا مصرفيا كالبنوك التجارية ويمكن أن تشارك بصفتها بنوك أعمال للمؤسسة المتعاملة في البورصة ولكن حصتها في فى البورصة قد تكون متواضعة خصوصا إذا قيدتها سلطات النقد المركزية.

ج- **المؤسسات المالية غير المصرفية:**وهى المؤسسات المالية التى لاتمارس أعمالا مصرفية (كالحصول على ودائع أو تمويل آخرين) وتشمل هذه الفئة شركات التأمين و صناديق التكافل و صناديق الاستثماروصناديق دعم الودائع والصناديق المعاشية وصناديق

الضمان الإجتماعى وما شابهها، وهذه المؤسسات تتجاوز حصتها نسبة ٦٠٪فى المملكة المتحدة كما تتراوح مابين ٤٠٪ الى ٤٥٪ فى اليابان والولايات المتحدة الأمريكية ونصف ذلك تقريبا بالنسبة لفرنسا.

د- **الشركات والمؤسسات التجارية**:تشمل كل المؤسسات التجارية ذات الطابع الاقتصادي التى تهدف الى استثمار أموالها، وتتجاوز حصتها في اليابان نسبة ٣٠٪ وتبلغ حوالى ١٠٪ فى المملكة المتحدة والولايات المتحدة الامريكية.

هـ- **الجمعيات والإتحادات والمنظمات الطوعية**:فى كثير من الأحيان ترغب الاتحادات و الجمعيات والمنظمات الطوعيه وبعض المؤسسات الدينية كالمساجد فى استثمار أموالها فى شراء الصكوك والسندات ومختلف الآوراق المالية للإستفادة من عائدات الأوراق المالية فى الصرف على أنشطتها المختلفة.

على طالب الأوراق المالية ، سواء كان فردا طبيعيا أو إعتباريا ، أن يثقف نفسة أولا ببعض المعلومات الأساسية حول أسواق المال وآلياتها وأدواتها وعمليات التداول ولابد أن يتعرف على الشركات المقيدة في السوق، ثم يتأكد من حصوله على رمز (CODE) موحد ليتعامل به فى السوق ، ومع هذا عليه أن يعلم أنه لابد ان يتعامل في سوق الأوراق المالية من خلال وكيل معتمد من السوق كوسيط مالي ، بحيث يحدد المستثمر رغباته وفق للأوامر المعتمدة بالسوق ثم يقوم بانتقاء احدى شركات الوساطة المرخص لها لتنفيذ هذه الأوامر. ولابد للمستثمر ان يختار الشركة التى تناسب رغباتة ، ويتأكد من أهليتها لذلك ، بحيث يطلع على موقعها الإلكترونى و وثائقها المعتمدة ويطمئن الى أن لديها كوادر بشرية مؤهله علميا وفنيا ، يعملون بمهنية مستندين على الدراسات الفنية والمالية قبل ابداء النصح الإستثمارى العلمى للعميل لإتخاذ قراره الإستثماري السليم الذى يتناسب وأهدافه وظروفه الإستثمارية دون أن تلجأ لإسلوب الضغط النفسى على العميل لتنفيذ عمليات لا تجلب أي نفع سوى الحصول على عمولات ومصاريف للوسيط دون مراعاة لحقوق العميل مما يؤدي الى ضياع وقته وماله ويبدد إستثمارته. كما أن على المستثمر أن يهتم بمتابعة استثماراته بنفسة ، كأن يطلب من

وكيله مده بالتقارير الدوريه والمعلومات المتصلة بموقف إستثماراته وعمليات التداول التى تتم أولا بأول . كما أن على المستثمر أن يعلم يقينا أن التعامل فى أسواق المال معرض الربح و الخسارة مهما كانت درجة مهنية الوسيط المالي وإحترافيته ، وعلى المستثمر أن يقبل أن يمثل دور الثور مثلما يمثل دور الدب فيما يسمى "بصراع الدببة والثيران[١١] "**Bulls and Bears**، خصوصا كبار المستثمرين الذين يستطيعون قبول المخاطر العالية ذات الأرباح الكبيرة أو الخسائر الكبيرة أيضا. كما أن على طالب الأوراق المالية أن يحرص على أن يعطى الوكيل تعليمات واضحة ، ويتوخى الحيطة والحزر عندما يحرر امر كتابي او يعطي امرا للوكيل عبر الهاتف ويتأكد أن التعليمات واضحة وان الوكيل تلقاهابشكل سليم وبوضوح تام ، لأن أي خطأ في توصيل التعليمات قد يكلف المستثمر مبالغا مالية هو في غنى عن خسارتها. وعلى المستثمر أن يعلم أن من حقه الحصول على المعلومات الأساسية والضرورية عن أداء السوق والشركات المدرجة فيه وأسهمها وصكوكها ، وكذلك عن شركات الوساطة ومواقفها المالية وأية معلوما ت ضرورية تمكنه من إتخاذ قراره الإستثمارى السليم . وعلى السوق أن يوجه هذه الجهات بتوفير المعلومات اللازمة ونشرها فى الصحف المختصة وبنوك المعلومات والمواقع الإلكترونية الخاصة بها لفائدة المتعاملين. ومن الضرورى للمستثمر أن يعرف من أين يحصل على المعلومات التى تلزمه ، فهناك الصحف والمجلات المالية المتخصصة والمعروفة والمشهوره عالميا وعربيا بجانب المواقع الإلكترونية المتخصصة فى أخبار الأسواق المالية .

---

[١١] - الدببة (bears) يرمز بهم للمتاجرين الراغبين في البيع ويسعون الى هبوط الاسواق ،فيدفعون الاسعار الى الانخفاض ، ويطلق تعبير سوق الدب Bearish للسوق الهابط .أما الثيران (bulls) فيرمز بهم للمتاجرين الراغبين في الشراء ويسعون الى ارتفاع الاسواق ، فيدفعون الاسعار الى الارتفاع ويطلق تعبير سوق الثور Bullishعلى هذا السوق . وبهذا تعتبر الاسواق العالمية ساحة صراع بين الدببة و الثيران فإذا تفوقت الدببة كانت النتيجة انخفاض الاسعار و إذا تفوقت الثيران كانت النتيجة ارتفاع الاسعار .ولإستمرار سيطرة الثور على الاسواق فهو بحاجة الى الاخبار الجيدة كل يوم ، بينما يكتفي الدب بوجبة من حين الى آخر. وكان أول من إستخدم هذا الوصف على المتناحرين في سوق الأوراق الماليه الكاتب الإسباني(دون جوزيه دي لا فيجا) وذلك في سنة ١٦٨٨ م مستوحيا أياه من المصارعة فى كاليفورنيا إبان خضوعها للحكم المكسيكي.

ثانيا - العارضون للأوراق المالية

يسمى العارضون للأوراق المالية في السوق الأولية بالمصدرين وفي السوق الثانوية بالبائعين **ويمكن ان نميز بين ثلاثة أنواع من العارضين للأوراق المالية :**

١- **المؤسسات السيادية**:كالبنوك المركزية وسلطات النقد المركزية و وزارات المالية والخزانة التى تصدر الصكوك والسندات الحكومية ، وهى التى يطلق عليها الصكوك أو السندات السيادية ، وهى تعتبر أقل مخاطرا من التى تصدر بواسطة الجهات غير الحكومية.

٢- **مؤسسات الجهاز المصرفى**:والتي تتدخل عادة في السوق الأولي لتصريف الأوراق المالية أي كبنوك إصدار وتتدخل في السوق الثانوي لتسيير المحافظ المالية لصالحها ولصالح عملائها ، وتعتبر بنوك الإستثمار هى المتخصصة فى هذا الشأن ، كما أن البنك المركزى قد يتعامل فى أسواق الأوراق الماليه بغرض تحقيق أهداف السياسة التمويلية أو حتى لأغراض تجاريه بحتة .

٣- المؤسسات والشركات المرخص لها:

وتتمثل عادة في شركات المساهمة العامة والشركات الصناعية و التجارية الكبيرة والشركات القابضة التي تقوم بإصدار صكوك و أسهم وسندات لتمويل احتياجاتها وتقوم بعرضها في السوق الأولي للاكتتاب فيها تمهيدا لإدراجها فى السوق المالى .

ثالثا - الوسطاء الماليين:يتميز العصر الحديث بأنه عصر التخصص الذى يفرض علينا استشارة المختصين عنما نرغب فى الولوج الى أى مجال جديد علينا لسد النقص فى المعرفة وقلة المعلومات والمهارات لدينا فى هذا المجال ، و هذا ينطبق على عمليات التداول فى الأسواق المالية الذى توجد به مجموعة من الوسطاء الماليين ذوى الخبرة والكفاءة المهنية والمعرفة والإلمام بضوابط التداول ومخاطر العمليات المختلفة ولهذا يلجأ المتعاملون مع السوق لهولاء الوسطاء للعمل من خلالهم ، حيث يقوم الوسيط بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية من خلال البورصة في المواعيد المحددة مقابل عمولة معروفة، ويعتبر مسئولا وضامنا لصحة كل عملية .

أعضاء البورصة وصناع السوق :

أعضاء البورصة :

عادة يتم تحديد عدد معين من المقاعد فى البورصات الكبيرة تسمى بالمقاعد المتخصصة ، وتكون للمقعد قيمة مالية محددة (فى الغالب كبيرة) ويتم إختيار العضو بعد إستيفاء كل المتطلبات القانونية والتنظيمة ولايتم تجاوز عدد المقاعد المحددة للعضوية إلا أنه يجوز للعضو أن يتنازل عن عضويته لآخر تتوافر فيه الشروط المطلوبة وذلك بعد الحصول على موافقة البورصة ، وقد تصل قيمة العضوية إلى ما يزيد عن نصف مليون دولار فى البورصات الكبيره كما هو الحال في بورصة نيويورك مثلا ، والتى يبلغ عدد المقاعد المتخصصة فيها حوالى ١٣٦٦ مقعدا وذلك منذ عام ١٩٥٣م. **ويوجد خمسة أصناف من أعضاء البورصة هم :**

١- **السمسار الوكيل:** هو عضو مرخص فى البورصة إلا أنه يعمل كوكيل لاحد بيوت السمسرة ،الذى يقرضة قيمة رسم العضوية ، كما قد يعمل متاجرا لحسابه الخاص . كما يقع تحت هذا التصنيف أيضا، ما يسمى بسمسارالوكيل (Introducer Broker) الذى يعتمد من قبل وكيل معتمد ليمثله داخل او خارج مدينة مقر البورصة الدائم للتواصل مع العملاء وتقديم الخدمات لهم وتجميع اوامرالبيع والشراء من الجمهور لقاء نسبة من العمولة، على أن تنفذ الصفقات من قبل الوكيل الاصل في البورصة ومن خلال قاعة التداول أو المكان المعتمد لتنفيذ عمليات التداول.

٢- **سمسار السماسرة(سمسار الصالة)** :وهو يقوم بدفع رسوم عضويته من موارده الخاصة ولا يعمل كالسمسار الوكيل لحساب بيت سمسرة معين بل يقدم خدماته لمن يطلبها ، وخلال فترات ذروة النشاط يقدم سماسرة الصالة خدماتهم للسماسرة الآخرين داخل السوق و يمكن أن يقوموا بتنفيذ المعاملات نيابة عنهم مقابل جزء من العمولة ، مما يقلل من إحتمال حدوث اختناق في المعاملات بالسوق ، علاوة على أن وجودهم يمكن بيوت السمسرة من ممارسة عملها بأقل عدد ممكن من السماسرة الوكلاء فى الأوقات العادية .

٣- **المضاربون (تجار الصالة)**:هم التجار المسجلون الذين يعملون لحسابهم فقط ولايعملون لحساب الآخرين وبالتالى يقومون بدفع رسوم عضويتهم بأنفسهم .

٤- **المتخصصون**:يقوم العضوالمتخصص بدفع رسوم العضوية من أمواله الخاصة كالمضارب تاجر الصالة، إلا أن المتخصص يكون مختصا بالتعامل فى ورقة (أو أوراق) مالية بعينها ، يحتكر التعامل فيها ولايجوز لمتخصص آخر العمل فيها . ويلعب الأعضاء المتخصصون دورا هاما فى إستقرار البورصة ، ففي حالة كثافة العروض فى الورقة المالية يلجأ المتخصصون إلى تخفيض المدى أي هامش الربح لجذب مشترين جدد كما يبدي في ذات الوقت استعداده لشراء ما يعرض منها، والعكس فى حالة كثافة الطلب فيقومون بعرض جزء من مخزونهم لكسر حدة الطلب.

٥- **تجارالطلبيات الصغيرة**: هم التجار الذين يقومون بشراء أعداد كبيرة من الأوراق المالية ثم البيع لمن يرغب فى الشراء بكميات صغيرة .

صناع السوق :

صناع السوق هم عبارة عن جهات طبيعية أو إعتبارية مرخصة للعمل فى السوق يسمح لها ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابها الخاص إلا أنه فى العادة يحظر عليها مطلقا التعامل مع الجمهور مباشرة ، غير أنه يجوز لها التعامل مع الوسطاء وصناع السوق الآخرين ، كمايجوز لصناع السوق فى بعض الأحيان تغطية الإصدارة فى السوق الأولى فالفرق بين صانع السوق والوسيط يتمثل في أن صانع السوق لا يجوز له أن يتعامل مع الجمهور مباشرة مثل الوسيط بل يعمل لحسابة فقط. **بيد أن لصناع السوق وظائف[١٢] تخدم أسواق الاوراق المالية تشمل :-**

١- توفير السيولة للسوق نظراً لاستعداد صناع السوق للمتاجرة بأدوات الاستثمار لحسابهم الخاص، فلا يضطر البائع الى انتظار المشتري النهائي لاتمام الصفقة،

[١٢]- أحمد محى الدين أحمد (دكتور) أسواق الأوراق الماليه وآثارها الانمائيه فى الإقتصاد الإسلامى – سلسة صالح كامل للرسائل الجامعيه فى الاقتصاد الإسلامى - الكتاب الثانى – مجموعة دله البركة- إدارة التطوير والبحوث- ١٩٩٥م ص٦٥٥

وهم يفعلون ذلك بناء على دراية كبيرة بالسوق وبرغبات المستثمرين في التعامل بأسهم معينة.

٢- تقلل من حدة تقلبات الاسعار مما يقلل من مخاطر الاستثمار، وذلك لانه عندما يعرض على صناع السوق كميات كبيرة من ورقة مالية معينة، يقومون بتصريفها تدريجياً دون السماح لهذه الكمية بأن تضغط نزولياً على الاسعار. وفي حالة نقص المعروض من ورقة معينة فانهم يسعون في توفيرها للسوق حتى لا ترتفع اسعارها بحدة.

٣- تحقق للسوق الثانوي ميزة الاحتفاظ بنشاط مستمر ومتوازن لا موسمي ومتقلب، ويتم ذلك من خلال دخول صناع السوق كطرف بائع عند إقبال المستثمرين على الشراء ودخولهم كطرف مشتر في حالة ازدياد عروض البيع.

٤- يؤدي تعامل صناع السوق ببعض الاوراق المالية والتي قد تكون اوراقاً لمشروعات حيوية الى زيادة ثقة المستثمرين فيها وزيادة سيولتها.

بالرغم من ذلك فإن بعض صناع السوق قد يقومون بممارسة بعض الاساليب التي تضر باستقرار السوق ومصالح المتعاملين من أجل تحقيق مكاسب إضافية، لذلك لابد من وضع ضمانات تحمي السوق والمتعاملين من مثل هذه الممارسات **وتمنع أو تحد من تجاوزات نشاط صناع السوق،والتى تتمثل في الأتى**[١٣] :

١- تحديد وحدات تفاوت في أسعار الصفقات التي يعقدها صناع السوق وذلك بتحديد سقوف عليا ودنيا للأسعار، وذلك بمرونة تامة لا تمنع من الاتجاهات الطبيعية لاسعار الاوراق المالية.

٢- تحديد حد أعلى لحجم وعدد الصفقات التي يعقدها صانع السوق بشكل يضمن أداء صناع السوق لوظائفهم المشار اليها بكفاءة، ويحول دون احتكار بعض صناع السوق لبعض الاسهم، ويحول دون حدوث تصادم بينهم ويضمن المنافسة الطبيعية. إذ أن صانع السوق يكون دائما على أهبة الإستعداد للبيع للراغبين

---

[١٣]- المرجع السابق

والشراء من العارضين لضمان إستقرار السوق ، فمن الطبيعى أن يحتفظ بقدر معقول من الأسهم حسبما تمليه عليه الدراسات السوقية ، مع إطمئنانه على تحقيق هامش ربحى مناسب فى ظل المخاطر التى قد يتعرض لها بسبب الإحتفاظ بكمية من الأسهم لهذا الغرض، فى ظل المنافسة القائمة بين صناع السوق المختلفين ، فبتضييق الهامش قد يحصل على صفقات كثيرة مع مخاطر عالية و متعددة ، والعكس إن رفع الهامش فسيقل إحتمال تعرضه للخسائر ، إلا أن عدد الصفقات سيكون أيضا أقل

٣- يخضع صناع السوق للمساءلة أمام لجان أسواق الأوراق المالية نتيجة لشكوى أحد المتعاملين أو بمبادرة من لجان السوق متى ما رأت في سلوكه ما يؤثر سلباً على استقرار السوق ومصالح المتعاملين، ولهذه اللجان كآفة الصلاحيات في تصحيح أي وضع دون إبداء أية حيثيات.

الباب الثانى

الأزمات الشهيرة فى أسواق المال

والممارسات اللاأخلاقية

الفصل الأول

الأزمات الشهيرة فى أسواق المال

منذ توقيع اتفاقية برتن وودز عام ١٩٤٥ عقب انتهاء الحرب العالمية الثانية ، حاولت الدول المتقدمة – بفضل هذه الإتفاقية- أن تستنبط الوسائل اللآزمة التى تعينها فى إعادة بناء إقتصاداتها التى أنهكتها الحرب ، من خلال سعيها لتوفير الموارد المالية لإعادة تأهيل ما دمرته الحرب ، فارتفعت وتيرة إنتقال رؤس الأموال وتوسعت الأسواق وفقا للمنهج الرأسمالى ، ومن ثم ازدهرت التجارة الدولية وفقا لقواعد النظام النقدى الذى يرجح الكفة لمصلحة الدول المتقدمة على الدول المتخلفة ،مما أدى لحدوث أزمات متتالية كادت تؤدى الى إنهيار النظام بعد أقل من ربع قرن من توقيع الإتفاقية ، فلجأت هذه الدول الى الحلول الوقتيه من خلال مايعرف بالنظام العالمى الجديد و حوار الشمال والجنوب وحقوق السحب الخاصة ونظام الثعبان النقدى[١٤] و غيرها من وسائل تخدير الشعوب المتخلفة دون الحصول على نتائج إيجابية أو حلول شافية ، مما جعل الأزمات تتوالى وتطفؤ على السطح بين الحين والآخر ،مما أدى إلى تنافس الدول الكبرى نفسها فيما بينها لتحوز وتسيطر على أكبر قدر من الموارد والأسواق مما يؤدى الى تهيئة البيئة المناسبة لحدوث الأزمات المالية . و الأزمة المالية هي عبارة عن حدوث وضع أو أوضاع مالية مفاجئة وخارجة عن السيطرة تسبب اضطرابا متواليا فى القطاع الإقتصادى يؤدى الى انهيار مالى لعدد من المؤسسات المالية وخسائر باهظة للعديد من الأفراد. و تحدث الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة الفقاعة (bubble) التى تتكون عندما ترتفع أسعار الأصول إرتفاعا جنونيا غير مبررا متجاوزا قيمتها العادلة، وفى العادة يحدث هذا الأمر عندما يكون الهدف من شراء الأصل المالى بغية

---

[١٤]- هو عبارة عن إتفاق تم بين دول المجموعة الأوروبية على الالتزام بهامش ± ٢.٢٥ %بالنسبة لأسعار صرف عملاتها مقابل الدولار وبهامش ± ١.٢٥ % في أسعار صرف عملاتها مقابل بعضها البعض ويسمي هذا النظام " بنظام الثعبان داخل النفق " فكان يستلزم تدخل البنوك المركزية لدول المجموعة للمحافظة على تقلبات أسعار صرف عملاتها في حدود هوامش ± ١.٢٥ % على جانبي السعر المركزي، لكن لم يستمر العمل بهذا النظام طويلا نظرا لاضطرابات أسواق المال الدولية، وخصوصا فيما يتعلق بتدهور أسعار صرف بعض العملات الأوروبية .

جنى الأرباح الناتجه عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة الأصل على توليد الدخل، ولهذا تنهار أسعار الأصل عندما يكون هناك اتجاهاً قوياً لبيعه حقيقة فينكشف المستور ويبدأ سعره فى الهبوط، ويمتد أثر ذلك الى أسعار بقية الأصول بسبب فقدان الثقة وانتشار الزعر المالى والمصرفى . كما قد تكون الأزمه إنتقلت للسوق بسبب ما يسمى بأثرالعدوى أى انتقال الأزمات المالية من سوق الى آخر نتيجة لانهيار أحد الأسواق المؤثرة. ويختلف الاقتصاديون حول ما إذا كان حدوث أزمة فى أكثر من دولة فى ذات الوقت نتيجة لانتشار غير مبرر للعدوى بالفعل، أم بسبب مشكلات حقيقية تعانى منها الاقتصادات التى انتقلت إليها الأزمة، سواء اختلفت تلك الأسباب فيما بينها أم تشابهت.

أما بالنسبة لظهور الأزمات ، فتعتبر أزمة عام ١٨٦٦م من أقدم الأزمات المالية التى شهدها العالم حيث تعرضت عدد من البنوك البريطانية للإفلاس مما هدد بشدة النظام المالي البريطاني آنذاك ، بعد تعافيه من المشكلات الكبيرة التى حدثت بسبب التقديرات المالية غير الموفقة والتفريط فى متابعة وإدارة الدين العام، إذ أصبح من غير الممكن سداد سندات حكومية معينة دون موافقة حامل السند كما أنها أُصدرت في وقت ترتفع فيه الفوائد، وبذلك أثقل كل سند المالية العامة بخسارة طويلة الأجل حيث كانت السندات لا تسدد أبدًا تقريبًا، وفي عام ١٧١٩م عرضت شركة البحر الجنوبي أن تأخذ ٣١ مليون جنيهًا إسترلينيًا،بما يمثل ثلاثة أخماس الدين العام البريطاني عن طريق تبادل السندات الحكومية بأسهم في الشركة ، وأعزت الشركة لحاملي الأسهم ليحولوا سنداتهم ذات الفوائد العالية غير القابلة للدفع إلى سندات قليلة الفائدة سهلة التداول بعرض مكاسب مالية تبدو تفضيلية، وارتفعت أسهم الشركة بسرعة؛ فالأسهم التي طُرحت بسعر ١٢٨ جنيها في أول يناير ١٧٢٠م قُدرت بخمسمائة جنيه عندما بدأ مخطط التحويل في مايو، وفي يوم ٢٤ يونيو ١٧٢٠م إرتفع سعر السهم إلى ١٠٥٠ جنيها استرلينيا، وأدى نجاح الشركة لتعويم مضاربة الشركات الأخرى وكان بعضها زائف القيمة. وقامت الحكومة بغية الإصلاح بإصدار قانون الشركات الوهمية (قانون الفقاعة) بدعم من شركة البحر الجنوبي مع توقف ارتفاع السعر، وبدأ في أغسطس البيع غير المنضبط ، مما أدى إلى

هبوط سعر السهم إلى ١٥٠ جنيها بنهاية سبتمبر، وخسر العديد من الأفراد والمؤسسات أموالا طائلة وأفلس بعضهم تماما. أما أشهر الأزمات العالمية القديمة[١٥] فهى أزمة عام ١٩٢٩م التي أطلق عليها أزمة الكساد الكبير Great Depression التى أدت الى هبوط أسعار الأسهم فى سوق المال الأمريكية بنسبة ١٣ ٪، مما أثر على الإقتصاد الأمريكى وأدى الى تجاوز معدل البطالة نسبة ٣٠٪ من قوة العمل الأمريكية فى عام ١٩٣٢م، وتفاقت الأزمة وتداعت آثارها السالبة خارج الولايات المتحده لتضرب دول أوروبا الغربية على نحو هدد أركان النظام الرأسمالى الحر نفسه ، ومهد لظهور النظرية الكينزية التى تنادى بضرورة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية لتفادى عيوب الإقتصاد الحر بعد أن أخذ الشك يراود البعض حول مصداقية المبدأ الرأسمالى الشهير للنظام الاقتصادي الكلاسيكي الحر "دعه يعمل دعه يمر..Laisser Faire, Laisser Passer ومع العديد من الإصلاحات الهيكلية والنظريات التى برزت، ظهرت أزمة أخرى معتبرة فى عام ١٩٧٠م نتيجة للتدهور الكبير فى ميزان المدفوعات الامريكي أدى إلى هروب روؤس الاموال من أمريكا الى الدول الأوربية واليابان ، كما أدى إلى قيام عدد من الدول تعويم عملتها تجاه الدولار ،كما تكلفت الولايات المتحدة الأمريكية مايقارب ٣٪ من ناتجها المحلى نتيجة لإنهيار سوق المال بنيويورك فى عام ١٩٨٧م ، فى ماسمى بأزمة الاثنين الأسود ، الذى يشير إلى يوم الاثنين الموافق ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ عندما انهارت أسواق الأسهم حول العالم بسرعة و في فترة زمنية وجيزة ، حيث بدأ الانهيار في هونغ كونغ وانتشر غربا إلى أوروبا، ضاربا الولايات المتحدة بعد أن هبطت أسعار الأسواق الأخرى بهامش كبير، حيث هبط مؤشر داو جونز الصناعي ٥٠٨ نقطة (٢٢,٦١٪) ثم أعقب ذلك أزمة الديون في دول امريكا اللاتينية ، بجانب تخفيض عدد كبير من دول

[١٥]- يوم انهيار بورصة وول ستريت، سمى يوم الخميس الأسود ، ويوافق ٢٤ أكتوبر ١٩٢٩م ويعزى الإنهيار إلى تفوق العرض على الطلب بشكل خيالي حيث تم عرض ١٣ مليون سهم تقريباً على لائحة البيع الأمر الذي أوصل أسعار الاسهم إلى ادنى مستوى بعد ارتفاع سابق، هنالك أيضاً من يسمون الانهيار يوم الثلاثاء الأسود وذلك لانه بعد مرور خمسة أيام، أي في ٢٩ أكتوبر عام ١٩٢٩، حدث انهيار اخر في سوق الأوراق المالية أدى إلى تفشي الخوف في قلوب العامة من أن البلاد مقبلة على حالة من الركود أو حتى الانهيار الاقتصادي. كان مستوى انحفاض مؤشر داوجونز Dow Jones تقريباً ٥٠% واغلق في يوم ١٣ نوفمبر على مستوى ١٩٨.٦٩ نقطة، ولم يعد المؤشر إلى المستوى الذي كان عليه قبل الانهيار إلا في عام ١٩٥٤م.

الاتحاد الاوربي لعملاتها فى عامى ١٩٩٢م و ١٩٩٣م و إنهيار البيزو المكسيكي فى ١٩٩٥م الذى أعقبته الازمة المالية الاسيوية في عام ١٩٩٧م والروسية فى ١٩٩٨م ، ومن ثم تأثرت كآفة أسواق المال الدولية ،حيث لاحت فى الأفق أزمة "فقاعات شركات الإنترنت" في أواخر القرن العشرين ومطلع الألفية الثالثة حين تم أدراج أسهم شركات الإنترنت فى الأسواق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية وشهدت إقبالا كبيرا من المستثمرين الذين لم يكن يدر بخلدهم أن عددا كبيرا من هذه الشركات لم يحقق أية أرباح حقيقية مما أدى إلى انفجار تلك الفقاعة فى عام ٢٠٠٠ التى تزامنت مع هجمات سبتمبر ٢٠٠١م حيث تم إغلاق أسواق المال الأمريكية بشكل مؤقت لأسباب أمنية ولتفادى خسائر البورصة ، بيد أن الانخفاض إستمر لتهبط قيمة مؤشر التكنولوجيا المرجح لناسداك بحوالى ٧٨ ٪ فى عام ٢٠٠٢م مع قيام بنك الإحتياطى الأمريكي بخفض سعر الفائدة من ٦,٢٥ ٪ إلى ١٪ بغرض تشجيع الإستثمار وتنشيط أسواق المال . غير أن هذه الإجراءات كانت عبارة عن محاولات لإخفاء ما تواجهه أسواق المال من صعوبات وتعقيدات ، لم تظهر للعلن إلا فى منتصف عام ٢٠٠٧م عندما انفجرت فقاعة الرهون العقارية التى كانت تمول بضمانات غير كافية فى السوق الأمريكى مما أربك القطاع المصرفي العالمي بعد الفضائح المالية التى أدت الى إنخفاض قيمة الاسهم في الاسواق المالية العالمية ، حيث شهدت سوق الاسهم الاوربية إنخفاضا تجاوز ١,٥٪ وتدهورت الاوضاع المالية للعديد من المؤسسات المالية والشركات التجارية التى قامت بتسريح العديد من منسوبيها لتخفيف حدة آثار الأزمة على أوضاعها المالية ، بل أن بعض المؤسسات المصرفية الكبيرة في الولايات المتحدة الامريكية انهارت تماما ، مثل ماحدث لمؤسسة ليمان برازرس Lehman Brothers Holdings التى أعلنت إفلاسها بعد الخسائر التي لحقت بها بسبب الرهون العقارية حيث كان التوسع في الائتمان العقاري يفوق احتياطات البنوك آنذاك ، كما شهدت الأزمة إنهيار شركتين من أكبر شركات التأمين فى العالم (فاني ماي وفريدي ماك) اللتان استحوذتا على حوالي نصف الرهون العقارية في الولايات المتحدة الامريكية . كما شهدت أسواق المال العالمية

فى يوم (الأثنين الأسود) ٢٤ أغسطس من عام ٢٠١٥م إنخفاضا كبيرا فى مؤشراتها نتيجة لتراجع سوق الأسهم الصينية والمخاوف التي نجمت عنها خاصة وأن المضاربين الصنيين في البورصة يقترضون المال من البنوك للمضاربة، مما جعلها تحدث تأثيرا داخليا بالغا على حجم الاستهلاك والاستثمار ، انتقل تأثيره الى البورصات الأوربية والأمريكية والخليجية ، بشكل محدود لأن أسواق الأسهم في شنغهاي وشنتشن، لا تزال غير متاحة إلى حد كبير للمستثمرين الأجانب، مما يعنى عدم الإرتباط المباشر القوى بالأسواق العالمية إلا أنه لامناص من مواجهة تداعياتها وإن كانت نفسية بسبب الزعر المالى الذى أحدثته نتيجة لتزامن الأزمة مع إنخفاض أسعار النفط وتأثيره على أجواء الأسواق حيث انخفض سعر البرميل (بعد أن تجاوز المائة دولار) إلى أقل من ٤٠ دولارا لأول مرة منذ العام ٢٠٠٩م كما هبطت أسعار السلع إلى مستويات قياسية جديدة على خلفية تراجع سوق الأسهم الصينية والمخاوف من الآثار السالبة التى قد تنتج من تباطؤ ثاني أكبر اقتصاد في العالم ، حيث تدهورت سوق الأسهم الصينية فى يوم الاثنين بوتيرة أدت إلى ضياع مكاسب عام بأكمله بعد أن وصلت إلى ذروتها في منتصف يونيو ٢٠١٥م ولم تجد كل التدخلات والمحاولات من جانب السلطات الصينية لمحاولة كبح هذا الهبوط الجامح ، فلم تتمكن من إعادة الثقة للسوق . ونتيجة لذلك سجلت العديد من الأسواق الأوروبية تدهورا زادت نسبته على ٧٪ في تعاملات بعد الظهر، فيما انخفضت البورصات الأمريكية عند الافتتاح بحيث سجل مؤشر "داو جونز" ومؤشر "ستاندرد اند بورز" لأسهم ٥٠٠ شركة، هبوطا بأكثر من ٣٪ قبل أن يستعيد بعضا من خسائره. ويعتقد البعض أن الوضع مايزال غامضا ومتأزما (بنهاية عام ٢٠١٥م) خصوصا و أن ضعف بيانات التصنيع في الصين يؤدى إلى زيادة المخاوف من أن هذا الإقتصاد العملاق يزداد تباطؤا أكثر من المتوقع ،ومن المؤكد أن الأسواق المالية ستجد صعوبة فى النجاة من هذه الأزمة بدون أضرار كبيرة ، فى ظل المخاوف من إمكانية حدوث تباطؤ عالمي وشيك قد لاتحمد عقباه. بالنسبة للوطن العربى فقد سجلت أول أزمة فى عام ١٩٠٧م بإنهيار بورصة الإسكندرية نتيجة للمضاربات المحمومة وبسبب الزعر المالى الذى انتشر بعد

إخفاق بنك (كاسادىسكونتو).كما أن من أشهر أزمات الأسواق العربية ، نجد أزمة سوق المناخ بالكويت ،حيث انفجرت هذه الأزمة في عام ١٩٨٢م عندما عجز معظم المتداولين عن سداد التزاماتهم المالية فانهارت أسعار الأسهم انهياراً كاملاً وتدنى التداول الى أقل مستوياته، وأدخلت البلاد واقتصادها في متاهات قانونية ومالية أودت بالمراكز المالية للعديد من المؤسسات والأفراد الذين فقدوا الأرباح وخسروا رؤوس الأموال، وبالرغم من صدور مراسيم وقوانين تنظم سوق الأوراق المالية مع إفتتاح مبنى جديد للسوق في عام ١٩٨٤م وأعلان إجراءات جديدة لعمليات التداول إلا أن الأسعار انهارت وزادت المشكلة تعقيداً، وأغلق سوق المناخ وتم تداول عديد من الأسهم في السوق الموازي خصوصا الشركات الخليجية التى بلغت ٤٢ شركة آنذاك،غير أن ديون البيع الآجل كانت ثقيلة وتخلف عدد من المتداولين عن السداد ، مما حدى بالدولة أن تعلن تجميد العمل ببعض مواد قانون الجزاء الخاصة بتجريم إصدار الشيك من غير رصيد وأنشأت هيئة تحكيم للبت في القضايا العاجلة، كما أنشأت مؤسسة تسوية معاملات الأسهم التي تمت بالأجل لحل القضايا وتسوية الديون مما كان له الأثر الكبير فى حل بعض القضايا وإعادة الثقة للتعامل فى السوق. ومن غير المستبعد حدوث ازمات فى المستقبل القريب ، فى بعض اسواق المال العربية نتيجة لبوادر نشؤ "فقاعات إقتصادية" وتفاقمها في الكثير من البلدان العربيـــة، حيث زاد الميل نحو المضاربة في أسواق الأراضى والعقارات وبورصات الأوراق المالية، وجنى الأرباح السهلة Windfall Profits دون استنادها على نشاط إنتاجى محسوس ، وإرتباط ذلك بإنفاق إستهلاكى بذخى ترفي، لن تكون نتيجته إلا دورة جديدة من الانفاق تساهم في ازدهار اقتصاد الفقاعات ، و بلاشك فإن ذلك سيؤدى الى حدوث تضخم فى أسعار بعـــض الأصول الاقتصادية نتيجة المضاربات المحمومة والتي تؤدي بدورها لحدوث طفرات متوالية في أسعار الأسهم والأراضى والعقارات، دون الاستناد إلى أداء اقتصادى حقيقى، إذ أن الفقاعات الاقتصادية ذات صلة حميمة بالتضخم وبالتالي فأسباب التضخم هي ذات أسباب الفقاعات ، وهذا الوضع يشبه الأوضاع والظروف التى أدت الى فقاعة التوليب ،

أو جنون التوليب (tulip mania أو tulipomania) وهو اسم يشير إلى فقاعة اقتصادية كبيرة برزت عندما تزايد الطلب على بصيلات زهرة التوليب مما أدى إلى إرتفاع ثمنها إلى حد غير مسبوق، ثم إنهار سعرها فجأة في ما بين عام ١٦٣٥م وعام ١٦٣٧م ، حيث تم فى عام ١٦٣٦م دخول الزهرة فى السوق المالي في كثير من بلدات هولندا ليتم تداولها هناك، مما شجع كافة فئات المجتمع على الدخول بأموالهم أو بممتلكاتهم للمضاربة عليها، ليحقق بعض المضاربين أرباحاً ضخمة، ويخسرآخرون كل أو ما يزيد على ما كانوا يملكونه؛ لقد قام البعض ببيع أبصال التوليب التي زرعوها للتو، وباع آخرون أبصال التوليب التي ينوون زراعتها، فيما يشبه تداول العقود الآجلة، وقد وصفت هذه الظاهرة بأنها (قبض ريح) أو "تداول الهواء" وفى فبراير من عام ١٦٣٧ لم يعد متداولوها يحصلون على عروض شراء أعلى مقابل البصل، وبدؤوا فى عمليات البيع، ومن ثم انفجرت الفقاعة، وأخذ الشك يراود الناس بأن الطلب على بصل التوليب سيختفي، وهذا ولد ذعراً عارماً، فأصحاب العقود الآجلة باتوا يحملون عقوداً لا يساوي سعرها الحالي عشر (١٠٪)ما نصت عليه العقود، وكثيرون آخرون ما لبثوا أن وجدوا أنفسهم يحملون ما لا تساوي قيمته جزءاً يسيراً من المبلغ الذي دفعوه للحصول عليها، مما سبب إنهيارا ماليا كبيرا لعدد من رجال الأعمال والمستثمرين.

الإنذار المبكر لحدوث الأزمات:

من خلال الدراسات والتحليلات التى تم القيام بها للأزمات المالية السابقة بغرض فهم الدرس وأخذ العبر منه لتجنب حدوث الأزمات المستقبلية ، لوحظ أن السبب الرئيسى لهذه الأزمات هو الممارسات اللا أخلاقية نتيجة طمع وجشع بعض الأفراد مع بعض الغفلة من الجهات الرقابية التى ينبغى أن تأخذ كل وسائل الحيطة والحزر لحسم الظواهر الضارة بالآسواق ، حيث يمكن التنبؤ بحدوث الأزمة والسعى لتجنبها ودق ناقوس الخطر عند ظهور بوادرها **والتى تشمل:**

- عدم الإستقرار السياسى والإقتصادى والإجتماعى .

- إرتفاع حجم الدين العام وزيادة العبء المالى على الدولة ، وتراكم الدين الداخلى وخدمته .
- بروز مظاهر لإختلال ميزان المدفوعات وضعف السيولة وإرتفاع الأسعار نتيجة التضخم وتدهور سعر صرف العملة المحلية.
- الإختلالات الهيكلية فى الإقتصاد وتفشى الرشوة والفساد والمحسوبية والتراخى القضائى فى محاربتها.
- المشاكل التى قد تلحق ببعض القطاعات المالية والشركات المدرجة بالسوق.
- الإرتفاع أو الإنخفاض الحاد فى اسعار التداول بالبورصة .
- التعامل بالمشتقات المالية وعمليات البيع على المكشوف.
- تفشى ظاهرة المضاربات الشديدة غير المبررة.
- كثرة تداول الشائعات وتبنيها بواسطة وسائل الإعلام ووسائل التواصل الإجتماعى ، حيث أن كل الأزمات تبدأ بصعود صاروخى لورقة أو أوراق مالية نتيجة لشائعة أو إعلام مضلل سواء بقصد أو بحسن نية.

الفصل الثانى

محاذير حول عمليات أسواق المال

ليس كل مايقال عن أسواق المال يصب فى مصلحتها ويمتدحها ، **إذ أن هناك عدة محازير تثار حول هذه الأسواق يمكن تلخيصها فى خمسة نقاط أساسية تشمل :**

١- تغييب السيولة عن الأنشطة الإقتصادية الحقيقية :

إذ يتسبب ضخ السيولة في السوق المالي خصوصاً خلال فترات صعود مؤشرات السوق وارتفاع أسعار الأوراق المالية في تشجيع الناس على استثمار مدخراتهم ودخلهم ورؤوس أموالهم للمضاربة في هذه الأوراق ، مما قد يؤدى حينئذ الى تباطؤ النشاط الاقتصادى.

٢- إنفصال الأسواق عن الواقع الحقيقى للشركات :

فباستعمال وسائل الدعاية والإعلام والإعلان وتكثيف عمليات الترويج عن شركة معينة ربما لا تكون رابحة سيوهم الجمهور بأنها ناجحة و رابحة، مما سيرفع من مستوى ثقة المساهمين بها وإن كان ذلك على أسس وهمية . وقد اعتبر جون مينارد كينز في كتابه النظرية العامة في التشغيل والفائدة والنقود (الباب الثاني عشر) أن البورصة أشبه بمباراة جمال أي أنّ الربح في البورصة يقتضي ألا تشتري أسهم الشركة الأكثر ربحا بل أسهم الشركة التي يظن الجميع أنها تحقق ربحا أكثر.

٣- التداول فى الأسواق يمثل تبادل ملكية :

تمثل عمليات المضاربة فى الأسواق ساحة لإنتقال ملكية الأوراق المالية فيما بين المتعاملين بهدف الحصول على نسبة من أرباح الصكوك أوأسهم الشركات ، بإعتبار أن هذا هو الحافز الرئيسي للمستثمرين في السوق، وبالتالى لا يعتبر السوق فى هذه الحالة منتجاً للثروة كما فى الأنشطة التجارية مثلا والتى يجوز أن تحقق الأرباح (أو لا تحقق خسائر) على الدوام ، بيد أن ذلك غير ممكنا أبدا عن طريق المضاربة في الأسواق المالية ولوعلى المستوى النظرى، فكل ربح عن طريق المضاربة في السوق المالي لا بد من أن

تقابله خسارة طرف آخر ولو بعد أجل غير بعيد؛ غير أن هذا الأمر لاينطبق على السوق نفسه والوسطاء الذين يتقاضون عمولات ورسوم محددة على كل عملية تداول مما يعنى عدم تعرضهم لاية خسائر بغض النظر عن موقف المتداولين بالسوق خسروا أم ربحوا.

٤- إحجام المضاربين عن الإسهام فى الاقتصاد الحقيقي:

يعتقد العديد من الناس أن التداول في الأسواق لا يتطلب أي جهد يذكر ولامهارات كبيرة ، حيث أنه لا يشترط فتح شركة أوتوظيف موظفين أو مسك دفاتر ، مما يعني أن من السهل جدا أن تجنى أرباحا طائلة دون بذل جهود تذكر، بيد أن السوق ليس كذلك دائما فقد يتسبب دخول مستثمرين يجهلون الية المضاربات الى ضياع مدخراتهم ورؤوس أموالهم بجانب أن هذا الفهم يشجع البعض على الكسل والزهد فى الدخول فى عمليات الإستثمار المباشر مما يؤثر سلبا على النشاط الإقتصادى للدولة.

الفصل الثالث

الممارسات اللاأخلاقية في

أسواق رأس المال

رغم الضوابط العديدة التى تصدر لتفادى الممارسات غير الأخلاقية للتلاعب Pools فى أسواق المال إلا أن هذه الأسواق كغيرها من الأسواق التجارية ، لاتخلو من بعض المماراسات التى تحسب فى جانب عدم الأخلاقية وتتخطى القواعد المهنية لممارسة العمل بأسواق المال ، **وتشمل هذه الممارسات الأنواع التالية :**

١- عمليات البيع الصوري للأسهم Sale Wash :

يتم البيع الصورى بالإتفاق بين شخصين لإيهام المستثمرين بتزايد الإقبال على هذه الورقة المالية وبالتالى إرتفاع سعرها بالسوق من خلال عمليات بيع وشراء وهمية بواسطة أشخاص يطلق عليهم (الجوكيه) الذين يقومون مع المستثمرين المخادعين فى بعض الأحيان بإستغلال فرصة ارتفاع القيمة السوقية لبعض الأسهم فيشترونها من بعضهم البعض ويتبايعونها صوريا بسعر أعلى من السعر الجاري ، بما يوحى لبعض المستثمرين بتحسن أداء الجهة المصدرة للسهم ، ويشجع بعضهم على الشراء ، والنتيجة مزيد من الارتفاع في قيمتها السوقية فيقوم المستثمر المخادع ببيع ما يملكه منها بالسعر المرتفع ويجني أرباحا طائلة .

و قد يحدث العكس ، فلاسباب ضريبية ، يقوم المستثمر المخادع ببيع ما يملكه من الأوراق صوريا إلى شخص آخر بسعر أقل من السعر المحدد الذي سبق أن اشتراها به ، محققا خسائر دفترية تخصم من إيارد اته قبل حساب الضريبة . من المؤكد أن هذه المماراسات لاتقرها الشريعة الإسلامية ولا أخلاقيات المهنة وتحاربها القوانين واللوائح المنظمه لعمل الأسواق وتضع لها عقوبات رادعة قد تصل الى حد السجن مع الغرامة .

٢- إحتكار الأوراق المالية Corners :

بحيث تقوم جهة ما بشراء كل الأوراق المالية التى تصدرها شركة ما وذلك بغية إحتكار هذه الأوراق، ومن ثم بيعها لاحقا فى السوق بالسعر الذي يرغب فيه ، وفي بعض الحالات تقوم هذه الجهة بعملية الإحتكار من خلال شراء الأوراق المالية التي يبيعها الآخرون على المكشوف بغرض إحتكارعمليات تداولها فترتفع قيمة الورقية فيحقق ربحا مؤكدا من هذه العملية.

٣- استغلال المستثمرين من قبل وكلائهم Churning :

بما أن الوكيل يحصل على عمولته عند إجراء عمليات التداول بيعا أو شراء بغض النظر عما يحققه المستثمر من ربح أو خسارة ، فإن ذلك يشجع بعض الوسطاء والوكلاء الجشعين على إستغلال ثقة المتثمر فيهم وجهلهم ببعض خفايا الأسواق ويدفع بالمستثمر لإبرام أكبر عدد من العقود ، فقط ليزيد من عمولاته المتحصله ، وربما يحاول اقناعه من خلال مفاهيم نظرية المغفل الأعظم [١٦] **Greater Fool Theory**

٤- اتفاقيات التلاعب Pools :

هى إتفاقيات منبوذة ولا أخلاقية تتم بإتفاق عدة جهات بهدف التلاعب في أسعار الأوراق المالية من خلال أحداث حركات تداول مفتعلة في الأوراق المالية تؤثر على أسعارها بغرض تحقيق أرباح غير مستحقة لهذه الجهات ، وقد تضم هذه الجهات بعض وسطاء السوق وبعض العاملين بالجهات المصدرة للأوراق المالية التى يتم التلاعب فيها بغرض توفير أموال تمكن من إمتلاك أكبر حصة من الأوراق المالية والمتاجرة بها، وقد يشارك في إتفاقيات الإختيار(أوالإمتياز)أعضاء من مجلس أدارة الجهة المصدرة.البعض يطلق على هذه الإتفاقيات إتفاقيات المتاجرة وإتفاقايات الإختيار تشبيها لها فى الإسم (فقط وليس الجوهر) بالإتفاقيات التى تعقد قانونيا بالبنوك .

---

[١٦] - المضاربة في اسواق المال تستند علي دراسة التحليل الفني القائم علي تحليل سلوك الآخرين والمتداولين في السوق ، فاذا كان المشترى واثقا من ان هناك آخرين سيشترون هذة الاسهم منه و باسعار اعلي مما اشترى بها ،فسوف يحصل علي هذة الاسهم حتي لو كانت قيمتها أقل من سعرها ،هذة الفكرة تستند إلي شراء سهم حتي لو كان سعرة مرتفعاً او بعيداً عن قيمتة الاساسية لان احدا ما سوف يشترية بسعر أعلي وتسمي بـنظرية المغفل الاعظم (Greater Fool Theory)

٥- **الضخ والتفريغ Pump and Dump**

عادة ما يلجأ المتلاعبون فى هذه الحالة الى استخدام وسائط الإعلام و وسائله لنشر الأكاذيب و الإشاعات عبر وسائل الإعلام المرئية والمسموعة وبإستخدام الانترنت وغرف الدردشة والواتس أب مدعمين أقوالهم بأن المصدر على اطلاع من داخل الشركة بما يدور فيها لقرابة أو صداقة تربطه بأحد مدراء أو موظفي الشركة المعنية، وهذا الشخص المتلاعب فى العادة يكون مالكا لعددكبير من أسهم شركة متوسطة أو صغيرة الحجم ،و من خلال ترويجه لهذه الإشاعات التى تؤدى الى إرتفاع سعر السهم(لإنتفاخها الكاذب) يقوم ببيع أسهمه ليحقق أرباحا من ذلك على حساب المخدوعين.

٦- **توافق الطلبات Matched Orders :**

من تسميتها يتضح أن العملية تتم عن طريق إدخال أوامر بيع وشراء متطابقة في آن واحد على ورقة مالية محددة ،بواسطة عدد من الوسطاء ودون معرفتهم لهذا التلاعب ، وباستخدام الوسائط الإعلامية يتم التركيز على هذه العمليات بما يوحى بأن هناك اهتماماً كبيراً ومتجدداً على تلك الورقة، ومن ثم يقوم المتلاعبون بعمليات شراء مكثفة دون البيع،فتتجه أسعار الورقة المحددة إلى الصعود فيبادر الجمهور إلى الشراء وتواصل الأسعار فى الصعود إلى أن تصل إلى المستوى الذي يرغب فية المتلاعبون فيقومون ببيع ما لديهم من أوراق ، فما تلبث الأسعار أن تتدهور ، وقد يغتنمون فرصة هذا التدهور فينقلبون إلى الإتجاه النزولي بعد أن كانوا يضاربون على الصعود. وقد تتم العمليات المتطابقة عبر اتفاقيات التلاعب بين مجموعة من المتعاملين بإعطاء سلطة لمدير يتولى المتاجرة في سهم معين خلال مدة معينة على أن يتم توزيع الأرباح ،الخسائر الناتجة من ذلك فيما بينهم وعادة تكون هذه الأتفاقية مكتوبة وموقعة من كآفة الأطراف.

البيع على المكشوف والشراء بالهامش: تعتبر عمليات البيع على المكشوف Short-Sale والشراء بالهامش Margin Buying من عمليات المضاربة التى تجيزها قوانين الأسواق المالية الدولية فى الغالب خصوصا التى لاتلتزم بالمعايير الشرعية الإسلامية . فالبيع على المكشوف هو عبارة عن بيع الشخص ما لا يملك من أسهم عبر أخذ مراكز

قصيرة الأجل للاستفادة من فروقات الأسعار، ويتم من خلال عمليات بيع لأوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر، ثم يتم شراء الأوراق المباعة وإعادتها إلى مالكها الأول الذى أقترضت منه [٢]. أما عمليات الشراء بالهامش (المتاجرة بالهامش) أو مايسمى بالتمويل النقدي الجزئي ، والذى يتم عبر دفع المشتري جزءاً من المال المتبقى من وسيط أو وكيل بسوق الأوراق المالية (يوضع المبلغ فى حساب لدى الوسيط يسمى حساب الهامش Margin Account) بغرض شراء عدد أكبر من الأوراق المالية، ومن ثم رهنها لدى الوسيط نفسه كضمان للقرض ، على أن يدفع المشترى للوسيط فائدة شهرية محددة. **هذا النوع من المضاربات محرم شرعا ولا يجوز التعامل به فى سوق الخرطوم للأوراق المالية، إذ أن البيع على المكشوف يحرم لأنه يجمع بين علتى التعامل بالربا وصيغة بيع ما لا يملك المنهي عنها شرعا،وفقا لفتوى مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم: ٦٣(١/ ٧) بشأن الأسواق المالية في دورته السابعة المنعقدة خلال الفترة من ٧ الى ١٢ ذو القعدة ١٤١٢هـ الموافق لها ٩- ١٤مايو١٩٩٢م التى تنص على:**

(أ) لا يجوز شراء السهم بقرض ربوي يقدمه السمسار أو غيره للمشترى لقاء رهن السهم.. لما في ذلك من المراباة وتوثيقها بالرهن، وهما من الأعمال المحرمة بالنص على لعن آكل الربا وموكله وكاتبه وشاهديه.

(ب) لا يجوز أيضاً بيع سهم لا يملكه البائع وإنما يتلقى وعداً من السمسار بإقراضه السهم في موعد التسليم.. لأنه من بيع ما لا يملك البائع، ويقوى المنع إذا اشترط إقباض الثمن للسمسار لينتفع به بإيداعه بفائدة للحصول على مقابل الإقراض .أما المتاجرة بالهامش فعلة تحريمها ترجع لإشتمالها على الربا صراحة، كما أنها تتضمن سلفاً وبيعاً فى آن واحد، و قد جاء قرار المجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي مفصلاً في حكم هذه المعاملة، في دورته الثامنة عشرة المنعقدة بمكة المكرمة خلال الفترة من ١٠ الى ١٤/ ٣/ ١٤٢٧هـ الموافق لها ٨-١٢ إبريل ٢٠٠٦م، والذى شدد على حرمة هذه المعاملة.

(٢) البرواري: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، ص١٩٦ وما بعدها.

الفصل الرابع

أسواق المال ومكافحة غسل الأموال

يعتبر موضوع غسل الأموال من أكبر التحديات التى تسعى الأسواق المالية جاهدة فى مكافحتها خشية تأثيرها السلبى على أداء السوق المعنى ومخاطرها قد تتعدى الدولة نفسها الى دول أخرى ، وفى العادة يتم غسيل الأموال بالتدرج على درجات ثلاث ؛ فى الدرجة الأولى يقوم غاسل الأموال غير المشروعة بتوظيفها على دفعات فى شراء الأسهم والسندات والصكوك وإيداع بعضها بالبنوك والمؤسسات المالية ، ثم يرتقى الى الدرجة الثانية بالتمويه لإخفاء المصدر الحقيقي للأموال عن طريق أجراء سلسلة من المعاملات المالية التجارية النظيفة من خلال شراء وبيع أصول تجارية ؛ ليرتقى للمستوى الآمن من خلال إعادة وضع الأموال غير المشروعة بعد غسلها وتنظيفها. هذا وتعتبر أسواق المال الدولية من الفضاءات الرحبة التي قد تمكن لهذا النوع من الأموال ممارسة نشاطها حيث تصعب متابعتها ومراقبتها أو حتى محاصرتها في هذه الأسواق فى عصر الدفع الإلكترونى وأنظمته المتعددة من خلال الشبكة العنكبوتية الإلكترونية عبر الانترنت، خصوصا و أن غاسلي الأموال لا يهتمون بالجدوى الاقتصادية للاستثمار أو عامل الربحية بقدر تركيزإهتماهم على التوظيف الذي يضمن دخول الأمول فى النظام المصرفى والمالى النظيف من خلال تبييضها فى السوق ، وهو ما يشكل خطراً محدقا بمناخ الاستثمار في الأسواق المالية ، فحركة مثل هذه الأموال المتسخة ستؤدي بلا شك إلى إرباك السوق وترويج عملية المضاربات ما بين المتعاملين في السوق وخلق حالة من المنافسة غير المتكافئة مع المستثمرين ، والتى تفسد السوق وسمعته مثل ما تفسد قطرة الحبر الماء ، كما أنها قد تؤثر على أسعار الفائدة وأسعار الصرف وما يعكسه ذلك من تباين سريع في أسعار الأسهم والسندات وتداولها وبالتالي الوقوع في الخسائر أو الانسحاب من السوق أو إفلاس بعض المستثمرين؛ خاصة إن كان الأمر يتم من خلال

شبكات الجرائم المنظمة ومؤسساتها الدولية ذات الإمكانيات الهائلة المتخصصة في عمليات غسل الأموال القذرة والتى توظف عدداً من المستشارين القانونيين الاقتصاديين والماليين والوكلاء لإدارة ومتابعة عمليات التداول ، خاصة من خلال بعض المؤسسات المالية والبنوك غير المراقبة (OFF- SURE BANKS) التي تقوم بإصدار مستندات وشهادات استخدام نهائي مزورة لإخفاء مصدر الأموال القذرة ، لهذا نجد أن معظم الأسواق تمنع التعامل من خلال الحسابات السرية المالية والمصرفية وعمليات شراء الأسهم والسندات عن طريق سلسلة من عمليات البيع وخاصة تلك التى تتم من خلال المؤسسات المالية والبنوك غير المراقبة بسلطات نقدية و مالية معترف بها .

الباب الثالث

تنظيمات أسواق المال

الفصل الأول

المنظمات التى تعنى بأسواق المال

كما سبق ذكره فأن تأريخ بدء البورصات عملها بشكل منظم يرجع الى بداية القرن العشرين الذى انتشرت فيه أسواق المال فى مختلف البلدان ، و نستعرض فيما يلي معلومات اساسية عن بعض البورصات العربيه والإفريقية والعالمية بجانب المنظمات والهيئات ذات الصلة بأعمال البورصات ، والتى تشمل المنظمة الدولية للهيئات الرقابية للأسواق المالية و الإتحاد العالمى للبورصات بجانب إتحاد البورصات العربية و إتحاد البورصات الإفريقية و إتحاد البورصات اليوروأسيوية.

المنظمة الدولية للهيئات الرقابية للأسواق المالية (IOSCO) :

تأسست المنظمة الدولية للهيئات المشرفة على أسواق المال (International Organization of Securities Commissions) في عام ١٩٨٣م من حوالى ١٢٥ عضواً تشمل الجهات والهيئات المنظمة للأسواق المالية واختيرت مدينة مدريد كمقر دائم لها ، وهي حتى الآن تمثل أرفع جهة مهنية معترف بها على مستوى العالم في مجال الرقابة والإشراف على أسواق المال ، وتهدف إلى تأسيس ونشر المعايير الدولية مع رؤية مستقبلية لتحسين شفافية وفعالية أسواق الأوراق المالية وحماية المستثمرين، بالإضافة إلى تفعيل التعاون بين المنظمين للحد من الجرائم الاقتصادية، تتمتع المنظمة بحضور فاعل في مجالات تنظيم وتطوير المعايير والأسس المنظمة للأسواق المالية **وتحث أعضائها للعمل معا من أجل تحقيق الأهداف التالية :**

- التعاون معا للوصول إلى أعلى المستويات التنظيمية من أجل الحفاظ على كفاءة وسلامة معاملات الأسواق المالية الدولية.
- تبادل المعلومات والخبرات الخاصة من أجل تدعيم التطور للأسواق المحلية.
- توحيـــد الجهود لتأسيس مستويات فعالة للرقابة على المعاملات الدولية للأوراق المالية.

- تدعيم المساعدات الفنية المتبادلة لتحقيق سلامة الأسواق وذلك بالتطبيق الصارم والفعال للقواعد التنظيمة ضد المخالفات التى تشوب المعاملات بالأسواق المالية.

وقد أقرت المنظمة ثمانية وثلاثون مبدءا أساسيا لتنظيم أسواق المال للدول الأعضاء بالمنظمة والتى تم وضعها على أساس **تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية هى** :

- توفير الحماية لكافة العملاء المستهكلين للخدمات المالية.
- ضمان أن هذه الاسواق تحقق العداله والكفاءة والشفافية للمعاملات.
- التقليل من المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية.

وقد تم تقسيم هذه المبادئ إلى تسع مجموعات مختلفة تشمل :-

١- المبادئ الخاصة بالجهة المنوط بها وضع القواعد التنظيمية لسوق المال.

٢- المبادئ الخاصة بالمؤسسات ذاتية التنظيم.

٣- المبادئ الخاصة بتطبيق القواعد التنظيمية للأسواق المالية.

٤- المبادئ الخاصة بالتعاون فى تنظيم لوائح الأسواق المالية.

٥- المبادئ الخاصة بالشركات المصدرة للأوراق المالية.

٦- المبادئ الخاصة بمراقبى الحسابات ووكالات التصنيف الإئتمانى ومقدمى خدمات المعلومات.

٧- المبادئ الخاصة بآليات الاستثمار الجماعى – صناديق الاستثمار.

٨- مبادئ خاصة بالشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية.

٩- مبادئ خاصة بالسوق الثانوى (سوق التداول).

أولا : المبادئ الخاصة بالجهة المنوط بها وضع القواعد التنظيمية لسوق المال :

١- يجب ان يتوافر الوضوح في المسئوليات الخاصة بالجهة المنظمة للسوق .

٢- من الضرورى أن يتوافر للجهة المنظمة للسوق الاستقلالية التامة فى تنفيذ أعمالها وممارسة سلطاتها وتحمل مسؤلياتها عن ممارستها لوظائفها وسلطاتها.

٣- يجب أن يتوافر للجهة المنظمة للسوق السلطة الكافية والموارد اللازمة بالإضافة إلى القدرة على أداء وظائفها وممارسة سلطاتها وتنفيذ عقوباتها على المخالفين للنظم.

٤- يجب على الجهة المنظمة للسوق أن تتبنى إجراءات تنفيذية تتسم بالوضوح والتناسق فيما بينها .

٥- يجب على كوادرالجهة المنظمة للسوق أن تتطلع إلى تطبيق أعلى المستويات القياسية الخاصة بالعمل بمهنية تامة، وعلى الأخص تلك المرتبطة بالحفاظ على سرية البيانات والمعلومات.

٦- على الجهة المنظمة للسوق ان تقوم بذاتها – أو تشارك فى- عمليات الرقابة وإدارة والحد من مخاطر التداعى للأسواق المالية التى تقع تحت سيطرتها.

٧- يجب أن تقوم الجهة المنظمة للسوق- أو تشارك فى- عمليات مراجعة وفحص القواعد المنظمة للسوق ومؤشراتها.

٨- ينبغى على الجهة المنظمة التأكد من تجنب شبهة تضارب المصالح ، والعمل على الحد منها ،مع الإفصاح و الكشف عنها، والعمل على إدارتها.

ثانيا : المبادئ الخاصه بالمؤسسات ذاتية التنظيم :

٩- على الجهة المنظمة للسوق الاستفاده من عمل المؤسسات ذاتية التنظيم التى تمارس مسئوليات إشرافية مباشرة فى المجالات الخاصة بها إلى المدى الذى يتناسب مع حجم ونضج الأسواق. و يجب أن تكون المؤسسات ذاتية التنظيم خاضعة لإشراف الجهة المنظمة للسوق كما يجب أن تراقب مقاييس العدالة والسرية عند ممارسة السلطات وتفويض المسئوليات.

ثالثا : المبادئ الخاصة بتطبيق القواعد التنظيمية للأسواق المالية :

١٠- يجب أن يكون للجهة المنظمة سلطات الفحص الشامل والتحقيقات والرقابة.

١١- يجب أن تتمتع الجهة المنظمة للسوق بسلطات التطبيق الشامل للقواعد التنظيمية للسوق.

١٢- يجب أن يتضمن النظام الرقابى التطبيق الفعال والصحيح لعمليات التفتيش والتحقيق والرقابة وسلطة الإلزام بالتشريعات والتحقق من فاعلية برنامج الإلتزام والرقابة الداخلية.

رابعا : المبادئ الخاصة بالتعاون فى تنظيم لوائح الأسواق المالية :

١٣- يجب على الجهة المنظمة للسوق أن تتمتع بالسلطة لتبادل المعلومات المنشورة وغير المنشورة مع الجهات الأخرى المنظمة للأسواق المحلية والاجنبية المماثلة لها.

١٤- يجب أن تضع هيئة الرقابة على سوق المال نظاما لتبادل المعلومات وتحدد وقت وكيفية تبادل المعلومات وغيرها مع الجهات المحلية والأجنبية المماثلة لها.

١٥- يجب أن تسمح اللوائح التنظيمية للقائمين بالعمل بمد الجهات الأجنبية المناظرة المنظمة لأسواقها بما تحتاجه لعمل تحقيقات تختص بأدائها لوظائفها وممارسة سلطاتها الرقابية.

خامسا : المبادئ الخاصه بالشركات المصدرة للأوراق المالية :

١٦- يجب أن يتوافر إفصاح كامل ودقيق وفى توقيت مناسب عن المؤشرات المالية وكذلك المعلومات الأخرى التى تساعد المستثمرين فى اتخاذ قراراتهم .

١٧- يجب أن يعامل مالكي أسهم الشركات بأسلوب يتسم بالعدل والمساواة.

١٨- يجب أن تكون معايير المحاسبة والمراجعة فى أعلى المستويات المقبولة عالميا.

سادسا :المبادئ الخاصة بمراقبى الحسابات ، و وكالات التصنيف الإئتمانى ، ومقدمى خدمات المعلومات:

١٩- ينبغى أن يخضع مراقبو الحسابات لمستوى كاف من الرقابة.

٢٠- ينبغى أن يكون مراقبو الحسابات مستقلون تماما عن الجهة المصدرة التى يقومون بمراجعة حساباتها.

٢١- ينبغى أن تتمتع معايير المحاسبة بجودة عالية مقبولة دوليا.

٢٢- ينبغى أن تخضع وكالات التصنيف الإئتمانى لمستوى كاف من الرقابة ولكآفة متطلبات الترخيص والرقابة المستمرة.

٢٣- ينبغى أن تخضع الجهات الأخرى التى تقدم خدمات تحليلية وتقيمية للمستثمر ، للرقابة ولنظام يتناسب ودورها فى السوق أو لنظام رقابى يتناسب مع درجة إعتماد النظام الرقابى على هذه الجهات.

سابعا : المبادئ الخاصة بآليات الاستثمار الجماعى – صناديق الاستثمار:

٢٤- ينبغي علي النظام الرقابي ان تضع معايير تتسم بالملائمة والحوكمة والتنظيم وسهولة التطبيق لمن يرغب في التسويق او تشغيل نظم الاستثمار الجماعي .

٢٥- ينبغي علي النظام الرقابي وضع قواعد تحكم الشكل القانوني والهيكلي للشركات وكذالك وضع قواعد للفصل بين اصول واستثمارات العملاء وحمايتها

٢٦- ينبغي ان يتضمن الاطار الرقابي النص علي الافصاح عن كافة النواحي الخاصة بصناديق الاستثمار او اي نظام للاستثمار الجماعي ، حيث يعد ذلك امرا هاما لتقييم مدى ملائمة صندوق الاستثمار لمستثمر محدد او نوعية المستثمر المستهدف وكذالك تحديد العوائد التي تحقق للمستثمر نتيجة استثماره في الصندوق او النظام .

٢٧- ينبغي ان يتضمن الاطار الرقابي وجود اسس صحيحة ومفصح عنها بشان تقييم الاصول وتسعير الوثائق وتنظيم الاسترداد للوثائق المصدرة في الصندوق او في نظم الاستثمار الجماعي .

٢٨- ينبغي ان يضمن النظام خضوع صناديق التحوط و/أو مديري ومستشاري صناديق التحوط لمستوى كافٍ من الرقابة .

ثامنا : مبادئ خاصة بالشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية:

٢٩- يجب أن تتضمن اللوائح التنظيمية حد أدنى من الشروط الواجب توافرها للشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية.

٣٠- يجب أن يتوافر لشركات الوساطة العاملة فى مجال الأوراق المالية رأس مال مصدر وقابل للزيادة يفى المتطلبات الرقابية التى تعكس المخاطر التى قد تتعرض لها هذه الشركات .

٣١- يجب على الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية أن تستجيب للقواعد المطلوبة بالنسبة للتنظيم الداخلى لهذه الشركات والخبرة اللازمة للمديرين والتى تهدف لحماية مصالح العملاء وبحيث تقبل الإدارة تحمل المسئولية تجاه هذه المتطلبات .

٣٢- يجب توافر إجراءات قانونية للتعامل مع عدم توفيق الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية لأوضاعها فى أداء أعمالها وتعثرها، للحد من أضرار وخسائر المستثمرين واحتواء مخاطر المعاملات والتعثر.

تاسعا : مبادئ خاصة بالسوق الثانوى (سوق التداول):

٣٣- يجب أن يخضع نظام التداول وإنشاء بورصات الأوراق المالية لسلطة وإشراف الجهة المنظمة للسوق.

٣٤- يجب توافر رقابة مستمرة وإشراف على البورصة ونظم التداول بهدف ضمان سلامة المعاملات من خلال المحافظة على قواعد العدالة والمساواة التى تحقق التوازن المناسب بين مطالب مختلف المتعاملين بالسوق.

٣٥- يجب أن تهدف القواعد والأحكام والضوابط إلى شفافية التعامل فى البورصة.

٣٦- يجب أن توضع الضوابط والأحكام والقواعد التى تضمن كشف عمليات التلاعب فى الأسعار والممارسات غير العادلة وتعمل على منعها.

٣٧- يجب على الجهة الرقابية أن تضع الضوابط والاحكام والقواعد التى تؤدى الى تقليل مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات المالية التى قد توثر على أداء السوق.

٣٨- يجب ان يخضع نظام التسوية والمقاصة والجهات الاساسية التي تتعامل معه الي متطلبات رقابة واشراف تضمن العدالة والفاعلية والكفاءة والحد من مخاطرالتداعي والتعثر .

الإتحاد العالمى للبورصات World Federation of Exchanges :

يعتبر الاتحاد العالمى للبورصات مرجعاً اساسياً في مجال صناعة الأوراق المالية التي تتحكم في عمليات التداول والتسوية والتقاص والوسطاء والوكلاء والإفصاح وحماية المستثمرين وغيرها ،ويهدف هذا الإتحاد إلى توفير بيئة تعاون دولى لتبادل المعلومات والخبرات بين المتخصصين في أسواق المال، حيث تتم مناقشة الموضوعات ذات الاهتمام المشترك ودراسة الحلول التى من شانها تعزيز كفاءة الأسواق، كما يستهدف الاتحاد تعزيز التعاون بين الهيئات الرقابية بالنسبة للأسواق المالية .كما يقدم الاتحاد الدعم للبورصات الناشئة والأصغر حجما ضمن جهوده الرامية إلى تطوير الأسواق التي تعمل وفقا لمعايير أعضاء الاتحاد، مما يسهم في الوصول إلى أسواق مال ذات ممارسات عالمية وكفاءة عالية. لهذا نجد ان عضوية هذا الاتحاد تعتبر معيارا عالمياً لتوافق البورصة والمؤسسات المالية ،فى دولة ما، مع المعايير الدولية، حيث تعتبر عضوية الاتحاد العالمي للبورصات دلالة على أن البورصة العضو تلتزم بأفضل معايير التداول المتفق عليها عالمياً وهذا التصنيف يمكن من جذب المزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية للبورصة . إذ أن عضوية الاتحاد تعكس التزام البورصات الأعضاء بالمعايير العالمية المتعارف عليها ، كما يعد الاتحاد مؤسسة مرجعية هامة للعديد من المستثمرين الدوليين والمؤسسات الاستثمارية العالمية فيما يتعلق بتوفير المعلومات والتقارير عن المناخ الاستثماري لأسواق الدول الأعضاء، وذلك على اعتبار أن بعض المستثمرين الدوليين لا يرغبون بالاستثمار بأي بورصة ليست عضوا في الاتحاد.ويضم الإتحاد العالمى للبورصات حوالى ٥٦ عضوا من جميع أنحاء العالم بالإضافة إلى ١٦ عضوا فرعيا و١٧ عضوا مراسلا،تنضوى تحتهم أكثر من ٤٥ ألف شركة مدرجة، و تغطي قاعدة بيانات الإتحاد أكثر من ٣٥٠ مؤشراً. ويدير الاتحاد العالمى للبورصات مجلس إدارة مكون من سبعة عشر عضوا ، يتم انتخاب الرئيس ونائبه من الجمعية العمومية للإتحاد لفترة رئاسة مدتها عامين فقط .

إتحاد البورصات العربية :

في عام ١٩٧٨ أصدر مؤتمر محافظي البنوك المركزية العربية[١٧] الذي عقد برعاية الأمانة العامة لجامعة الدول العربية في المملكة الأردنية الهاشمية ، قرارا بالمصادقة على إنشاء إ تحاد البورصات العربية كجهاز توجيهي وترشيدي لبورصات الأوراق المالية العربية ، على أن تكون مدينة بيروت مقراً له، مع جواز إنشاء مراكز فرعية له في الدول العربية. يهدف الاتحاد بوجه عام إلى تنسيق العمل بين أعضائه، وتيسير تبادل المعونة الفنية فيما بينهم، والمساهمة في تنسيق القوانين والأنظمة المعمول بها في هذا الميدان وتذليل الصعوبات التي تعترض الاستثمار العربي وتوسيع قاعدته وتنويع أدواته، وتشجيع إدراج وتداول الأوراق المالية العربية، وتشجيع توظيف استثمار رؤوس الأموال العربية في مجالات التنمية المشتركة بالوطن العربي ولا سيما المشاريع المشتركة.وقد **حددت أهداف الإتحاد فى النقاط الأتية :**

١. تطوير أعمال البورصات العربية والمقاصات وشركات الوساطة المالية ورفع كفاءة أدائها محلياً وعربياً.
٢. إيجاد قنوات الاتصال بين أعضاء الاتحاد بما ييسر إدراج وتداول الأوراق المالية العربية المسجلة لديها بما يخدم هدف تنمية أسواق المال العربية.
٣. القيد المشترك للشركات العربية لدى البورصات الأعضاء والعمل على حرية تداول الأوراق المالية بين المواطنين العرب.
٤. مواءمة الأنظمة المعمول بها في البورصات الأعضاء من النواحي التشريعية والتقنية.
٥. المساعدة في تنظيم الإصدارات الجديدة العامة (سندات أو أسهم أو أي أوراق مالية أخرى) والحث على إنشاء الأجهزة الرسمية القـُطرية المختصة بمراجعة الإصدارات وتبادلها والمساعدة في تنظيم وتداول هذه الإصدارات.

---

[١٧]- الموقع الرسمى لإتحاد البورصات العربية.

٦. العمل على توسيع قاعدة المساهمين في البورصات الأعضاء من خلال زيادة سيولة وعمق هذه البورصات مما يزيد من إقبال المستثمرين عليها.

٧. تشجيع إنشاء الشركات المالية التي تقوم بوظائف الوساطة المالية خاصة التي تضطلع بمهام تغطية وترويج وتسويق الإصدارات الجديدة.

٨. توفير وتبادل البيانات والمعلومات بين أعضاء الاتحاد حول الشركات المصدرة والأوراق المالية المتداولة فيها وأسعارها.

٩. توسيع قاعدة الاستثمار في الأوراق المالية من خلال نشر الوعي الادخاري والاستثماري بين المواطنين العرب.

١٠. المساعدة على التوسع في إقامة البورصات ومراكز التسوية والتقاص والإيداع في الدول العربية عن طريق توفير الدراسات والخبرات الفنية اللازمة لذلك.

١١. عقد برامج تدريبية متخصصة مما يساهم في رفع كفاءة العاملين في المؤسسات الأعضاء في الاتحاد إضافة إلى تنظيم المؤتمرات المتخصصة.

١٢. الإعداد أو المشاركة في الندوات العربية والعالمية ذات العلاقة بأعمال الاتحاد بصورة مباشرة أو بالتعاون مع الاتحادات والمنظمات العربية والدولية ذات العلاقة.

١٣. إصدار النشرات والمطبوعات الدورية التي تهدف إلى تقوية الروابط فيما بين الأعضاء للتعريف بأوجه نشاطات الاتحاد وفعاليته في مختلف المجالات بما في ذلك إنشاء موقع إلكتروني للاتحاد.

١٤. حل المشاكل الطارئة بين الأعضاء والقيام بدور التحكيم أو التوفيق بينهم عندما يطلب إليه ذلك.

١٥. تشجيع إيجاد الظروف المناسبة لتداول الأوراق المالية وإيجاد الضوابط التي تساعد على خلق سوق مالية مستمرة.

١٦. توحيد المصطلحات الفنية في مجال البورصات.

١٧. التعاون والتنسيق مع هيئات الأوراق المالية العربية والعالمية واتحاداتها.

١٨. التعاون والتنسيق مع البورصات العالمية واتحاداتها.

١٩. إنشاء قاعدة بيانات عن كافة أعضاء الاتحاد.

٢٠. أية مهام أخرى يحددها مجلس للاتحاد في إطار أهدافه.

والإتحاد يعتبر مؤسسة غير هادفة للربح ، ويضم في عضويته أعضاء عاملين ، كما تسمح لوائحة بوجود أعضاء منتسبين وأعضاء مراقبين، وذلك على النحو الأتى :

١- الأعضاء العاملون:

وهم بورصات الأوراق المالية ومراكز التسوية والتقاص والإيداع التي تتقدم بطلب إنضمام إلى الإتحاد، متى وافق مجلس الإتحاد على قبول عضويتها بأغلبية ثلثي أعضائه الحاضرين، ويكون للأعضاء العاملين كافة الحقوق المترتبة على العضوية بما فيها حق التصويت وحق الترشيح لعضوية المجالس واللجان التي يشكلها الإتحاد.

٢- الأعضاء المنتسبون:

وهم الجهات والشركات والمؤسسات الأخرى من غير المذكورة في الفقرة (١) أعلاه والتي لها علاقة بأعمال وأنشطة الإتحاد بما فيها شركات الوساطة المالية التي تتقدم بطلب إنضمام كعضو منتسب إلى الإتحاد متى وافق مجلس الإتحاد على قبول عضويتها بأغلبية ثلثي أعضائه الحاضرين. ويكون للأعضاء المنتسبين حق حضور إجتماعات الهيئة العامة والنشاطات والمؤتمرات والندوات التي ينظمها الإتحاد وحق الحصول على كافة البيانات والمعلومات التي ينشرها الإتحاد، ويكون لهم حق التصويت في إجتماعات الهيئة العامة للإتحاد.

٣- الأعضاء المراقبون

وهم الأشخاص أو الجهات الذين تتم دعوتهم من قبل الرئيس لحضور إجتماعات الهيئة بصفة مراقب.

ومن أهم الإنجازات التى تحسب لاتحاد البورصات العربية ، إطلاقها بالتعاون مع مؤسسة ستاندرد اند بورز ، مؤشر البورصات العربية S&P/AFE 40 Index الذي يعكس اداء ٤٠ شركة من كبرى الشركات المدرجة على البورصات العربية منها البحرين، مصر، الأردن ، الكويت ، لبنان، المغرب ، عمان، فلسطين، قطر، المملكة العربية السعودية، تونس والإمارات العربية المتحدة ، وقد تم اختيار هذه الشركات بحسب المعايير الدولية لمؤسسة ستاندرد اند بورز ومنها الرسملة السوقية وحجم التداول ونسبة الاسهم الحرة من رأس المال. ويلاحظ أن المؤشر يمثل كل من البلدان الاعضاء في اتحاد البورصات العربية التي تتوفر المعلومات الخاصة بشركاتها عبر الوكالات العالمية، بشركة واحدة على الاقل، على ان لا يتعدى الحجم التمثيلي لاي بلد عشرة شركات على الاكثر ونسبة ٣٥٪ من المؤشر.

إتحاد البورصات الإفريقية (ASEA) :

تم تأسيس إتحاد البورصات الأفريقية African Securities Exchanges Association كمؤسسة غير هادفة للربح في ١٣ نوفمبر ١٩٩٣م بكينيا ، وذلك بهدف وضع منهج للتعاون الإفريقى المشترك وتبادل المعلومات فيما بين البورصات الإفريقية. وقد بدأ الاتحاد ببورصة نيروبي كأول عضو فى الإتحاد ، تلتها بورصات موريشيوس وأوغندا ودار السلام ، الى أن بلغ العدد الحالى للبورصات الأعضاء حوالى ٢٥ بورصة إفريقية . ومثله ومثل الإتحادات الأخرى ، فيهدف اتحاد البورصات الأفريقية إلى التعاون فيما بين الدول الأعضاء من حيث تبادل المعلومات و الخبرات والأبحاث بالإضافة إلى برامج تدريب العاملين التبادلية بين البورصات الأفريقية الأعضاء، بجانب التنسيق مع الإتحادات والهيئات العالمية الخاصة بصناعة الأوراق المالية.

ويهدف إتحاد البورصات الإفريقية الى إطلاق العنان للإمكانيات الكبيرة المتاحة لأسواق المال الأفريقية للتعاون فيما بينها وتقديمها للأسواق العالمية لخدمة أهدافها المتمثلة فى :

١- تعزيز التعريف بأعضاء إتحاد البورصات الإفريقية (الآسيان) على الصعيد الدولي بهدف جذب تدفقات رؤوس الأموال إلى أسواق رأس المال الأفريقية.

٢- توفير منصة معلومات موثوقة في الأسواق العامة الأفريقية وبوابة لتجميع الإحصاءات والمعلومات بشأن عمليات التداول فى أسواق المال الإفريقية.

٣- يمثل الإتحاد صوت أفريقيا المالى وقوة الضغط للدفاع عن حقوق أعضائه.

٤ – تعزيز عمليات تنمية وتطوير الأسواق المالية الأفريقية من خلال التعاون الوثيق فيما بين الأعضاء .

٥- تعزيز بناء القدرات والتدريب رفع كفاءة العاملين بالأسواق المالية الإفريقية.

٦- تحفيز وتشجيع ورعاية التحالفات والإتفاقيات الثنائية فيما بين الأعضاء.

إتحاد البورصات اليوروأسيوية(FEAS):

تم تأسيس اتحاد البورصات اليورو أسيوية The Federation of Euro-Asian Stock Exchanges في ١٦ مايو ١٩٩٥م باثني عشر عضواً مؤسسا ، ومن ثم فتح باب العضوية لأسواق المال والبورصات المختلفة في كآفة أنحاء أوروبا وآسيا ، كما فتحت لبعض الأعضاء خارج الاتحاد الأوروبي والدول المتمركزة في جنوب ووسط أسيا والشرق الأوسط حتى بلغت العضوية حوالى ٣٣ عضواً أساسياً بجانب١١ من الأعضاء الفرعيين، حيث فتح باب العضوية الفرعية لمؤسسات المقاصة والتسوية والحفظ المركزي التي تعمل في نفس هذه المناطق . كما تضم ثلاثة أعضاء مراقبين واربعة بموجب إتفاقيات ثنائية. وتتوزع هذه العضوية فى ثلاثين قطرا مختلفا فى النطاق المذكور. ويهدف اتحاد البورصات اليورو أسيوية الى خلق مناخ يرسى مبادئ العدالة والكفاءة والشفافية في الأسواق الأعضاء مع الحد من أو إزالة معوقات التداول بين هذه الأسواق من خلال التعاون الثنائى المشترك والانفتاح بين بورصات المنطقة ، حيث قام الاتحاد بإنشاء مركز بيانات مركزى يعمل على توحيد وتعزيز الإحصاءات عبر الأسواق الأعضاء، بالإضافة إلى تدشينه لمؤشر إتحاد البورصات اليوروأسيوية والذي يعتبر خطوة ضرورية نحو تعزيز

التداول عبر الحدود، علاوة على تنفيذه لأنشطة خاصة تعمل على تنمية البورصات مثل برامج تبادل العاملين بالبورصات المختلفة وإنشاء مركز تدريبي للاتحاد، هذا بجانب المشروعات المشتركة بين اتحاد البورصات اليورو آسيوية مع الجمعيات والمنظمات الدولية مثل البنك الدولي، واتحاد البورصات العالمية ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية.

المنظمة العامة لشركات الإيداع والقيد المركزى لدول إفريقيا والشرق الأوسط AMEDA :

تأسست المنظمة العامة لشركات الإيداع والقيد المركزى لدول إفريقيا والشرق الأوسط فى اواخر شهر أبريل من عام ٢٠٠٥م كمنظمة غير هادفه للربح بغرض توثيق أواصر التعاون وتبادل الخبرات بين أعضائها من مراكز الإيداع وغرف المقاصة ، ونشر أفضل الممارسات العالمية فى مجال خدمات المقاصة والتسوية والإيداع المركزى . تتمتع مراكز الإيداع والتقاص بمنطقة الشرق الأوسط وأفريقيا بالعضوية الكاملة للمنظمة بعد إستيفاء شروط العضوية ، بحيث يحق لها المشاركة فى كآفة فعاليات المنظمة ولها حق التصويت فى الجمعية العمومية ، أما الجهات التى تقوم بهذا العمل فى هذا الأقليم من غير المذكورة فيمكن أن تتمتع بعضوية غير كاملة بعد إستيفاء المتطلبات ودفع الرسوم المقررة على أنه لا يحق لها التصويت . وبالرغم من حاثة المنظمة فقد بلغ عدد الأعضاء أكثر من ثلاثون عضوا منهم سبعة وعشرون عضوا يتمتعون بالعضوية الكاملة.

الفصل الثانى

نماذج لبورصات

عالمية وعربية وإفريقية

١- بورصات عاليه :

- بورصتا نيويورك وناسداك بالولايات المتحدة الأمريكية :

يبلغ عدد الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية حوالى أربع عشر بورصة في الوقت الحاضر، و أهمها و أكبرها بورصة نيويورك ، و نظرا للوزن الكبير للإقتصاد الأمريكى فى الناتج الإجمالى العالمى فمن المؤكد أن تمثل حركة التداول فى كل من بورصة نيويورك وبورصة ناسداك، ما يوازى نحو نصف إجمالي حركة التداول فى بورصات العالم ، خصوصا وأن العديد من أسهم الشركات الدولية الكبرى يتم تداولها فى هاتين البورصتين ، بجانب تداول الأسهم الأمريكية المحلية و مما زاد من أهمية هذه البورصة ، الوضع المتميز للدولار الأمريكى في النظام النقدي الدولي . و تعد بورصة نيويورك(وتسمى ببورصة وول ستريت نسبة للشارع المتواجدة فيه بنيويورك) من أقدم البورصات، وهي التي بدأت منها الأزمة الإقتصادية العالمية في سنة ١٩٢٩ م ، كما أنها تعتبر أكبر بورصة في العالم وفقا للقيمة السوقية للشركات المحلية المدرجة ، ومع أن بورصة ناسداك تسبقها فى الترتيب فيما يتعلق بعدد الشركات المقيدة بها، إلا أنها لا تزال الأكبر من حيث قيمة الأسهم المتداولة بها، حيث تضم بورصة ناسداك (NASDAQ) - الجمعية الوطنية لعروض الأسعار الإلكترونية لتجار الأوراق المالية – أكثر من ثلاثة الآف شركة مقيدة ، مما يجعلها تعتبر ثالث أكبر بورصة فى العالم من حيث القيمة السوقية وتحتل المركز الثاني بين البورصات من حيث حجم عمليات التداول ، وأشتهرت بكونها بورصة التكنولوجيا –حيث تعمل العديد من الشركات المقيدة بها في مجالات الاتصالات أو الإعلام أو التكنولوجيا- ومع أنها بورصة إلكترونية،إلا أنه لا تزال عمليات التداول تتم من خلال صناع السوق، الذين يمسكون سجلات أسهم معينة

لايتم تنفيذ عمليات الشراء فيها إلا بواسطتهم . وتمثل البورصتين سوقاً لحوالي ٥٠ ٪ من الإنتاج القومي الخام الأمريكي، فهي التي تدير معظم الإقتصاد الأمريكي، ويمثل مؤشر داوجونز DAW JONES الممثل للشركات الكبرى (DJIA) وكذا مؤشر نازداك الممثل لقطاعات التكنولوجيا و المعلوماتية والإتصال NASDAQ أهم المؤشرات السائدة في التداول. كان ظهور نيويورك كمركز مالي دولي مهم عندما تم إصدار قرضين بالدولار الأمريكى في عام ١٩٥٤م استفادت منهما بلجيكا و استراليا، بمبلغ ٥٥ مليون دولار ، ومن ثم تطورت بورصة نيويورك ، حتى وصلت الاستثمارات طويلة الأجل في السندات الأجنبية مبلغ ٥,٧ مليار دولار في منتصف الستينات من القرن العشرين، حيث بلغ إجمالي السندات المصدرة من قبل السوق المالي الأمريكي حوالى ١١٤٦ مليون دولار امريكى في عام ١٩٦٢م (هذا المبلغ يتجاوز مجموع القروض الأجنبية المصدرة في إنجلترا و سويسرا وألمانيا وهولندا و النمسا) في عام ١٩٧٢م، بلغ حجم التداول في سوق نيويورك حوالي ٨٠ مليار دولار(يفوق مجموع التداول في بورصات لندن و طوكيو و زيوريخ مجتمعة) حتى بلغت رؤوس الأموال الأجنبية الموظفة في الأسواق المالية الأمريكية حوالي ٩٢٠ مليار دولار ،خلال الفترة (١٩٨١-١٩٨٧) استثمر معظمها في السندات الحكومية الأمريكية بغرض تمويل عجز الموازنة العامة المستمر و اليوم تعتبر البورصات الأمريكية من أهم الأسواق في العالم، حيث تمثل قيمة مجموع أدوات الإستثمار المالية المسجلة في السوق المالي الأمريكي من ٣٠٪ إلى ٦٠٪ من قيمة رأس المال في البورصات العالمية.

- **بورصة لندن للأوراق المالية :**

أدمجت كل الأسواق المالية في بريطانيا منذ عام ١٩١٣م في نظام واحد و هو بورصة لندن ، وهى تعتبر واحدة من أكبر عشر بورصات في العالم، و أهم بورصة أوروبية ويتجاوز عدد الشركات المدرجة بها الثلاثة آلاف منها حوالى ثلاثمائة وخمسون شركة من خمسين جنسية مختلفة ، مما يجعلها أكثر البورصات انتشارا على المستوى الدولي. وتعمل بورصة لندن للأوراق المالية بصورة إلكترونية كاملة ؛ ومع ذلك توجد

نظم مختلفة لتداول الأنواع المختلفة من الأسهم ، حيث يتم تداول الأسهم مرتفعة السيولة باستخدام نظام خدمة التداول الإلكتروني بالبورصة (نظام SETS) ، وهو نظام الكترونى يعتمد على أسعار الاوامر، ويقصد بذلك أنه حينما يتطابق سعر الشراء وسعر البيع، يتم تنفيذ الأمر أوتوماتيكيا. وكما هو معروف فإن لندن تعتبر أهم مركز مالي أوروبي،و تحتل المركز الثاني بعد نيويورك في العالم. و يعود نشاط بورصة لندن إلى القرن السابع عشر، عنما بدأت الحكومة البريطانية و بعض الشركات التجارية الكبرى بتجميع رؤوس الأموال من خلال بيع الأسهم و السندات. و مع تزايد حجم الاستثمارات المالية، ظهر نوع من المتعاملين يؤدي دور الوساطة بين بائعي و مشتري الأوراق المالية ، ثم بدأت لندن تكتسب أهميتها كمركز مالي دولي خلال القرن التاسع عشر ، إلا أنه بعد الحرب العالمية الأولى تأثرت بسبب المنافسة القوية من بورصة نيويورك، إضافة إلى الأثر السلبي للأزمة الإقتصادية لعام ١٩٢٩م على أسواق لندن ، إلا أنها بعد الحرب العالمية الثانية، تمكنت من إستعادة مركزها المالى الدولى من خلال تقديمها للقروض بالأورو- دولار ، وأصبحت تؤدي دورين مهمين فى عالم المال ، فهي تمثل مصدراً مهما لرؤوس الأموال ، كما أنها اصبحت مركزاً عالميا للتعامل بالأوراق المالية ، حتى أن عدد الأوراق المالية المسجلة في بورصة لندن أصبح يقدر بحوالى ٥٠٪ من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المالية الأوروبية. و يتميز سوق لندن المالي بنظام خاص متعلق بوسائل وطرق تنفيذ العمليات، فهو ليس سوق للمزاد العلني كبقية الأسواق المالية الدولية، وإنّما يتعامل بالتفاوض والمساومة. والسمسار في بورصة لندن يقتصر دوره على الوساطة بين العميل والجوبر (الذي يشبه تاجر الجملة في الأسواق السلعية) إذ أنّ الجوبر لا يتعامل مع الجمهور ولكنه يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابه، وإن كان يعمل باسم وتحت مسؤولية أحد سماسرة الأوراق المالية. و الجوبرز هم مجموعة من الأعضاء في سوق لندن المالي، حيث يقومون بوظيفة "صانعي الأسواق"، ويبلغ عددهم ثلاثة عشر. و يتميز سوق لندن المالي بأنه ينقسم إلى سوق الأسهم، و سوق السندات، و سوق العقود المستقبلية وسوق العملات الأجنبية.

- **شبكة بورصة أوروبا (يورونيكست):**

وهى أحد البورصات عابرة الحدود حيث تتولى تنفيذ المعاملات الخاصة بأسواق الأسهم و السندات والمشتقات فى كل من بلجيكا وفرنسا والمملكة المتحدة (أسواق المشتقات فقط) وهولندا والبرتغال ، و توفر تسهيلات القيد والتداول لمجموعة من الأدوات المالية، بما في ذلك الأسهم والسندات، ومنتجات الاستثمار، مثل صناديق الاستثمار، ويعرف عن يورونيكست أنها سوق تعتمد على الأوامر ويتم تداول الأدوات النقدية فيها بواسطة دفتر الأوامر المتوافق. كما انها تعد المساهم الاساسى في البورصة الإلكترونية التي تسيطر على عمليات التداول في سوق سندات الحكومات الأوروبية (وهى التى تختصر بالاحرف MTS) وهى ذات نظام تداول عام لجميع الاسواق، الا أن نظم الاشراف و الرقابة و الحوكمة تستند الى النظم الخاصة المطبقة بكل دولة من هذ الدول .

- **البورصة الأسترالية للأوراق المالية**

تأسست البورصة الأسترالية فى عام ١٨٧١،و بدأت أعمالها فى شكل ست بورصات مملوكة للدولة ثم ادمجت معا فى عام ١٩٨٧ لتشكيل البورصة الأسترالية للأوراق المالية.ثم أدمجت فى عام ٢٠٠٦ مع بورصة سيدني للعقود المستقبلية والتى تعتبر بورصة المشتقات الأولي في أستراليا، لتصبح البورصة الأسترالية للأوراق المالية واحدة من أكبر عشر مجموعات بالعالم وفقا لرأس المال السوقى حيث بلغت قيمة رأس المال السوقى المحلى فى نهاية ذلك العام ١,٣٩ تريليون دولار أسترالي، وتجاوز عدد الشركات المقيدة بالبورصة ٢٠٠٠ شركة. ويتم التداول بصورة إلكترونية تماما ويتمثل المؤشر الرئيسي للسوق في ستاندرد آند بورز/ ASX 200، الذي يتألف من أعلى ٢٠٠ سهم بالبورصة الأسترالية للأوراق المالية.

- **بورصة طوكيو:**

في اليابان تعمل في الوقت الحاضر ثماني بورصات على رأسها بورصة طوكيو، أو بـورصة كـابوتوشو (Kabuto- cho) نسبة لإسم الشارع الذى توجد فيه البورصة،

وصنفت فى تسعينيات القرن الماضى بأنها البورصة الأولى عالمياً من حيث حجم التداول فيها والذي وصل إلى (٣ مليار دولار فى عام ١٩٩٠) بما يعادل ٤٠ ٪ من مجموع التداول العالمي، كما أنها تمثل سوقاً لما يقارب ١٣٠ ٪ من الإنتاج القومي اليابانى الخام. ويحتل السوق المالي الياباني المركز الثالث عالميا ، علما بأنه تم إنشاء أول الأسواق المالية في اليابان عام ١٨٧٨م، وهما سوق "طوكيو" وسوق " أوساكا ". و قد لعب السوق المالي الياباني دورا هاما في عملية تمويل الصناعة الناتجة عن موجة التطور الاقتصادي في اليابان خلال القرنين التاسع عشر والعشرين، مما جعل الحكومة اليابانية تهتم بتطوير وتحديث الأسواق المالية اليابانية مستفيدة من الخبرة الأمريكية في هذا المجال، إلى أن أصبحت بورصة طوكيو من أكبر منافسي بورصة نيويورك في النصف الثاني من القرن العشرين. و من أهم خصائص السوق المالي اليابان تميزه بالسيولة العالية و إنفتاحه الكبيرعلى تسجيل وتداول الأوراق المالية للشركات الأجنبية ، مما جعلة متنوع الأدوات ومنخفض المخاطر كما يشهد له بتطور نظم المعلومات والإتصالات .

٢ - البورصات العربية:

نشأت بورصات للأوراق المالية في معظم الدول العربية (ماعدا موريتانيا وجيبوتى والصومال واليمن) وتنضوى جميعها تحت لواء اتحاد البورصات العربيه ،والتى نذكر منها :

- سوق الخرطوم للأوراق المالية:

برزت فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية إلى الوجود في السودان في العام ١٩٦٢ حيث تم تأسيس هيئة الأسواق المالية وتمت خلال هذه الفترة دراسات شاركت فيها مؤسسات التمويل التابعة للبنك الدولي ومشاورات مع البنوك التجارية واتحاد الصناعات وشركات التامين ومؤسسة التنمية السودانية. في منتصف السبعينيات وضعت مسودة قانون الأوراق المالية حيث تمت إجازته من قبل مجلس الشعب في عام ١٩٨٢ لكي ينظم انشاء سوق للأوراق المالية في السودان ولكن لم يتم عمل أي شئ في هذا الصدد حتي عام ١٩٩٢ م . بدأت الخطوات الجادة لإنشاء سوق للأوراق المالية في بداية تسعينيات القرن العشرين وذلك في ظل سياسة التحرير الاقتصادي والتي نادى بها

البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي (١٩٩٠ – ١٩٩٣) وذلك بإتاحة الفرص للقطاع الخاص ليسهم في تمويل الأنشطة الاقتصادية عن طريق سوق راس المال. في العام ١٩٩٢ وضع مشروع قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية والذي أجيز من قبل المجلس الوطني الانتقالي في يونيو ١٩٩٤ واصبح بموجبه سوق الخرطوم للأوراق المالية كياناً قانونياً مستقلاً ثم بعد ذلك تم تكوين مجلس الإدارة من رئيس مجلس الإدارة و١٣ عضواً وقد اصدر المجلس اللائحة العامة ولائحة شروط التسوية والتقاص وقواعد تداول الأوراق المالية . بدا العمل في السوق الأولية في العاشر من شهر أكتوبر ١٩٩٤ وفي الثاني من يناير ١٩٩٥ تم افتتاح السوق الثانوية، وفي العام ٢٠١٢م تم التحول من التداول اليدوي إلى التداول الإلكتروني ، كما تم فى العام ٢٠١٤ إجازة قانون سلطة تنظيم سوق المال السودانى وقانون سوق الخرطوم للإوراق المالية للعام ٢٠١٤ بواسطة مجلس الوزراء تمهيدا لإعتمادهما من البرلمان ، كما تم إجازة لائحة مكافحة غسل الاموال لشركات الاوراق المالية ولائحة حوكمة شركات المساهمة العامة. وتعتبر سوق الخرطوم للأوراق المالية السوق الوحيدة التي تعمل وفقاً لهدي الشريعة الاسلامية فى كآفة العمليات فى ظل نظام إسلامى متكامل، حيث نص قانون السوق لسنة ١٩٩٤ على ان تلتزم السوق في كل معاملاتها بالشريعة الاسلامية . وهنالك نوعان من الادوات المالية المتداولة في السوق وهما الأسهم الخاصة بشركات المساهمة العامة والصكوك الاسلامية التي تصدرها الحكومة وشركات المساهمة والبنوك. بلغ عدد الشركات المدرجة بنهاية العام ٢٠١٥م حوالي ٦٦ شركة ، فيما بلغ عدد شركات الوساطة المالية المرخص لها بالعمل في السوق ٤١ شركة وساطة.

- **بورصتا القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية:**

أنشأت بورصة القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية منذ أكثر من ١٠٠ عام وهي أول بورصة للأوراق المالية أنشئت في مصر.إذ أفتتحت بورصة الإسكندرية رسميا فى عام ١٨٨٨م(رغم أنها بدأت العمل قبل ذلك بخمس سنوات) ثم أنشئت بورصة القاهرة فى سنة ١٨٩٠م وبدأت العمل رسميا فى ١٩٠٣م. والبورصة المصرية تعد

شخصية إعتبارية عامة مملوكة للدولة ، إلا أنها تدار كمؤسسة خاصة. وهناك ثلاثة أنواع من الأوراق المالية التي يتم تداولها في الوقت الحالي في بورصة القاهرة والأسكندرية للأوراق المالية: وهى الأسهم والأوراق المالية ذات الدخل الثابت (سندات) ووثائق صناديق الاستثمار المغلقة.

يتم إجراء جميع عمليات التداول من خلال الشركات الأعضاء بالبورصة، التي تتولى تنفيذ المعاملات بصفة وكيل؛ أي أنها تنفذ عمليات الشراء أو البيع مقابل عمولة متفق عليها يتم تحصيلها من المستثمرين. و يتم التداول من خلال نظام الكترونى اعدته شركة NASDAQ OMX المملوكة لبورصة NASDAQ و يسمى X-STREAM.

- **بورصة دبي الدولية للأوراق المالية :**

تم تأسيس بورصة دبى فى عام ٢٠٠٠م للعمل كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن شركات المساهمة العامة وسندات الحكومة الإتحادية والحكومات المحلية والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات إصدار صناديق الإستثمار، وأية أدوات مالية معتمدة أخرى ، سواء كانت محلية أو أجنبية ، و فى عام ٢٠٠٥ تقرر تحويلها الى شركة مساهمة عامة برأس مال يبلغ حوالى ثمانية مليار درهم بإعتبارها أول سوق مالى يطرح أسهمه للإكتتاب العام فى الشرق الأوسط . وتتولى البورصة تداول الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار، بالإضافة إلى المنتجات الإسلامية والمنتجات المرتبطة بالمؤشر والمشتقات، و تستخدم بورصة دبي نظام التداول الذي تقدمه شبكة بورصة أوروبا.

- **بورصة البحرين للأوراق المالية :**

تأسست سوق البحرين للأوراق المالية عام١٩٨٧م وباشرت عملها فى ١٩٨٩م ثم صدر قرار ملكى فى سنة ٢٠١٠م لتحويلها لشركة مساهمة بإسم بورصة البحرين . وهى تضم الآن أكثر من ٥٠ شركة مقيدة. تتم جميع عمليات التداول داخل قاعة

البورصة من خلال سماسرة مسجلين وباستخدام نظام التداول الإلكتروني للبورصة ، وتتضمن عمليات التداول الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار.

- **بورصة عمان:**

تأسست سوق الأوراق المالية الاردنية في عام ١٩٧٦(سوق عمان المالى) كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح؛ وتدار من قبل القطاع الخاص ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية، وبعد أن تم تعيين مجلس إدارتها فى ١٩٧٧م مارست نشاطها التداولى فى ١٩٧٨م ، ثم تم تأسيس هيئة أوراق المال فى ١٩٩٧م .

٥- **سوق مسقط للأوراق المالية:**

تأسس فى ٢١ يونيو ١٩٨٨ ككيان واحد يهدف إلى تنظيم سوق الأوراق المالية العمانية وليسهم مع بقية المؤسسات المالية الأخرى في استكمال البنية التحتية للقطاع المالي في السلطنة وقد كانت عبارة عن جهاز حكومي أهم أهدافه الإشراف على سير عمليات بيع وشراء الأوراق المالية والعمل على إرساء أسس العدالة في التسعير وسلامة الإجراءات وتسوية الحقوق والالتزامات أصوليا فيما بين أطراف التعامل ، كما كانت تمارس الرقابة على شركات الوساطة مع رصد ونشر المعلومات عن شركات المساهمة العامه المدرجة الى أن صدر المرسوم السلطاني رقم 80/98 والذي نصت المادة (٣) منه على إلغاء المرسوم السلطاني رقم ٨٨/٥٣ المنشئ لسوق مسقط للأوراق المالية (السابقة) ليحل محلها جهازان هما الهيئة العامة لسوق المال وسوق مسقط للأوراق المالية. أما سوق مسقط للأوراق المالية الحالية فقد أصبحت كيانا قانونيا لوحدها تتمتع بالشخصية الاعتبارية وتستمد شرعيتها من المرسوم السلطاني رقم (٨٠/ ٩٨)، حيث نصت المادة (٩) منه على الآتي : (يتم قيد وتداول الأوراق المالية في سوق يسمى "سوق مسقط للأوراق المالية" وتتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية ويكون مقرها مدينة مسقط وتتبع السوق الهيئة (أيضا تم إنشاء شركة مسقط للإيداع وتسجيل الأوراق المالية وهي عبارة عن شركة مساهمة عمانية مقفلة) تأسست بالمرسوم السلطاني رقم : (٨٢/ ٩٨) الصادر

فى 25فبراير ١٩٩٨ وتمتلك سوق مسقط للأوراق المالية ٤٠٪ من رأسمالها كما تمتلك البنوك وشركات الوساطة والاستثمار الحصة الباقية من رأسمالها.

- **البورصة السعوديه (تداول):**

بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في أواسط الثلاثينات الميلادية عندما تم تأسيس الشركة العربية للسيارات كأول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، وبحلول عام ١٩٧٥ م كان هناك نحو ١٤ شركة مساهمة. وقد أدى النمو الاقتصادي السريع جنبا إلى جنب مع عمليات سعودة جزء من رأس مال البنوك الأجنبية في السبعينات الميلادية إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة.

ظلت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينات الميلادية عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك، أذ تم في عام ١٩٨٤ تشكيل لجنة وزارية من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي بهدف تنظيم وتطوير السوق. وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق حتى تم تأسست هيئة السوق المالية بتاريخ ٢ / ٦ / ١٤٢٤ هـ الموافق ٣١ / ٧ / ٢٠٠٣ م بموجب " نظام السوق المالية " الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/ ٣٠) التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق. وافق مجلس الوزراء السعودي في الجلسة المنعقدة يوم الأثنين٢٩ صفر١٤٢٨ الموافق١٩ مارس ٢٠٠٧ برئاسة خادم الحرمين الشريفين الملك عبد الله بن عبد العزيز على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم " شركة السوق المالية السعودية (تداول)"، يأتي القرار تنفيذاً للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة.

سوق فلسطين للأوراق المالية:

تأسس سوق فلسطين كشركة مساهمة خاصة فى نوفمبر ١٩٩٦م بمبادرة من من شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) التي تمثل أكبر المساهمين في شركة سوق

فلسطين للتنمية والاستثمار، وتمتلك نسبة ٨٠٪ سوق فلسطين للأوراق المالية بنابلس، وباقى الحصة تمتلكها شركة صامد للكومبيوتر وشركات أخرى مختلفة . تتم مراقبة السوق من قبل وزارة المالية للسلطة الفلسطينية ، وللسوق مجلس إدارة مستقل ، وتعمل فيه أكثر من ست شركات وساطة مالية.

بورصة بيروت:

بورصة بيروت هي سوق الأوراق المالية الوحيدة العاملة في لبنان. يرجع البعض بداياتها إلى زمن الانتداب الفرنسي(سنة ١٩٢٠م) كما صدرت قوانين تنظم السوق سنة ١٩٤٥م و شهدت السوق فترتها الذهبية في الخمسينات والستينات قبل أن تشهد ركودا بسبب الحرب، حيث أغلقت السوق سنة ١٩٨٣ بسبب الوضع الاقتصادي والأمني المتدهور، ثم أعيد فتحها في سبتمبر ١٩٩٥ لتعود التعاملات فيها في يناير ١٩٩٦م ، مؤخرا(فى عام ٢٠١٥م) إتخذت وزارة الماليةاللبنانية خطوة في اتجاه تنفيذ قوانين قائمة تهدف الى تحويل بورصة بيروت الى شركة مغفلة تمهيدا لخصخصتها في مرحلة لاحقة حيث طلبت الوزارة من مجلس الوزراء عبر الأمانة العامة لرئاسته عرض موضوع تحويل بورصة بيروت إلى شركة مغفلة لبنانية على مجلس الوزراء في أقرب جلسة ممكنة ، حيث جاء فى نص الطلب ما يلي:(تحويل بورصة بيروت ، خلال مهلة سنة من تاريخ مباشرة مجلس (هيئة الاسواق) مهامه، الى شركة مغفلة لبنانية تؤسس في بيروت وتحمل تسمية «بورصة بيروت ش.م.ل» وتنتقل اليها حكما وتلقائياً حقوق وموجبات وانشطة(بورصة بيروت المنحلة) كآفة بما فيها جميع العقود والاتفاقات مع الغير ومع الاجراء والمستخدمين والاستشاريين...التفرّغ الكلي عن اسهم (بورصة بيروت ش.م.ل) خلال مهلة أقصاها سنة من تاريخ تأسيسها، وذلك لصالح الغير من القطاع الخاص وضمن اطار طرح عام او خاص ووفقا لقرار يصدر عن مجلس الوزراء بناء لاقتراح وزير المالية بعد استطلاع رأي مجلس هيئة الاسواق المالية ، وقد تم تشكيل مجلس هيئة الاسواق المالية، وباشر عمله منذ ٢٠١٢/٧/١٩ وكان ينبغى له خلال سنة من تشكيله أن يقوم بإتخاذ الإجراءات اللازمة لتحويل بورصة بيروت الى شركة مغفلة لبنانية تحمل تسمية

بورصة بيروت ش.م.ل وهو ما لم يتم بعد ، وقد كان محددا أن يتم خلال سنة من تاريخ تأسيس الشركة يصار الى التخلص الكلي عن اسهم شركة «بورصة بيروت ش.م.ل ببيعها الى القطاع الخاص مواكبة للتوجه العالمي نحو خصخصة البورصات ، ومناداة البعض بأن تصبح البورصات شركات مدرجة على نفسها، بحيث يتم بيع وشراء اسهمها في البورصة نفسها.

سوق الكويت للأوراق المالية

تم إفتتاح أول مقر رسمى للبورصة الكويتية فى فبراير من عام ١٩٧٢م رغم أن المستثمرون عرفوا التداول فى الأوراق المالية منذ تأسيس بنك الكويت الوطنى فى عام ١٩٥٢م كأول شركة مساهمة كويتية ، وتم فى عام ١٩٧٧م تغيير المسمى الى سوق الكويت للأوراق المالية ، حيث شهدت تطورات كبيرة حتى صنفت ضمن العشر أسواق مالية على مستوى العالم فى الثمانيات من القرن الماضى.

بورصة الدار البيضاء

أنشئت النواة الأولى للبورصة بإسم مكتب مقاصة القيم المنقولة فى سنة ١٩٢٩م وفى سنة ١٩٤٨م أستبدل ليصبح مكتب تداول القيم المنقولة و وفى ١٩٩٥م تولت إدارة البورصة ، شركة بورصة القيم المنقولة ، إلى أن تم تغيير إسمها فى سنة ٢٠٠٠م الى بورصة الدار البيضاء ، ثم استحدثت فيها خمس أسواق تداول منها ثلاث للأسهم والآخرين لرأس المال والسندات.

- **البورصة القطرية :**

باشرت سوق الدوحة للأوراق المالية عملها فى مايو ١٩٩٧م لتمكين المستثمرين من التداول فى الأوراق المالية ، ومن ثم تم توقيع إتفاقية مع بورصة NYSE EURONEXT كشريك إستراتيجى من أجل تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية الى بورصة مالية دولية وفقاً لأعلى المستويات ، كما وفرت هذه الشراكة فرصةً قيمة لبورصة NYSE EURONEXT لإثبات وجودها في الشرق الأوسط ، وكان ذلك فى سنة ٢٠٠٩م حيث تم تسميتها ببورصة قطر.

- **بورصة الجزائر:**

تم إنشاء بورصة الجزائر فى منتصف عام ١٩٩٧م بمساهمات من البنوك التجارية الحكومية والبنك المتحد (بنك قطاع خاص) وشركات التأمين ، ويتم إدارتها بواسطة جهتين هما : لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم ، وقد باشرت بورصة نشاطها على الوجه الأكمل فى سبتمبر ١٩٩٩م .

- **سوق المال الليبى :**

تم إنشاء سوق الأوراق المالية الليبية فى مقرين فى آن واحد فى عام ٢٠٠٦م ليكون أحد المقرين بالعاصمة طرابلس والآخر بمدينة بنغازى ، وتم ربط المقرين إلكترونيا وبعد الأحداث التى مرت بالبلاد فى عام ٢٠١١م توقف نشاط السوق فى إنتظار تحسن الأوضاع السياسية بالبلاد ، وبحلول منتصف مارس من عام ٢٠١٢م عاودت البورصة النشاط مرة أخرى على أمل إستقرار الأوضاع وأخذ السوق موقعها الطبيعى فى العالمين العربى والإفريقى.

- **سوق دمشق للأوراق المالية :**

باشرت سوق دمشق للأوراق المالية عملها فى مارس ٢٠٠٩م بموجب المرسوم الدستورى الصادر فى عام ٢٠٠٦م بإنشاء سوق تتمتع بشخصية إعتبارية مستقلة ماليا وإداريا تحت إشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

- **سوق العراق للاوراق المالية :** المركز الرئيسي لسوق العراق للاوراق المالية طبقا للقانون يكون في بغداد ولا يوجد ما يمنع دون فتح فروع في مدن عراقية اخرى، كما أن للسوق شخصية قانونية معنوية مستقلة اداريا وماليا ولاتهدف للربح وتكون مسؤوليتها محدودة بألاصول المملوكة للسوق ولا تشمل الاصول المملوكة للاعضاء ، يدار من قبل مجلس المحافظين وله الحق في تملك الاموال المنقولة وغير المنقولة وبضمنها العقارات . ويلتزم السوق بتعليمات هيئة الاوراق المالية ، منذ تأسيسه فى عام ٢٠٠٤م ، حيث كان يطلق على السوق أسم بورصة بغداد والتي كانت تديرها وزارة المالية العراقية . كما أن سوق الأوراق المالية بأربيل قد بدأ عملة منذ عام ٢٠١٤م.

- **بورصة تونس:**

صدر قانون إنشاء بورصة تونس للقيم المنقولة فى فبراير ١٩٦٩م وفى سنة ١٩٨٩م صدر قانون إنشاء بورصة الأوراق المالية كمؤسسة خاضعة لإشراف وزارة المالية ثم أصبحت فى فبراير ١٩٩٤م تسمى سوق تونس للأوراق المالية التى تحولت الى بورصة الأوراق المالية فى عام ١٩٩٥م كشركة مملوكة لعدد من شركات الوساطة المالية العامله بها.

٣- البورصات الإفريقية:

بورصة أثيوبيا للسلع (ECX):

أنشأت بورصة السلع في أثيوبيا Ethiopia Commodity Exchange فى أبريل ٢٠٠٨م بمساعدة بعض الدول والهيئات غير الحكومية والمنظمات الدولية ، لتكون مركزا تجاريا أفريقيا للسلع ، حيث أنشات كشركة خاصة تساهم فيها الدولة بجانب الجهات ذات العلاقة من القطاع الخاص ، وتوجد قاعة التداول الرئيسية بالعاصمة أديس أبابا ، ويعتبر هذا السوق من أنشط أسواق المنطقة فى تداول سلع البن والسمسم والذره.

بورصة نيجيريا:

تعتبر من أكبر البورصات فى غرب أفريقيا رغم نشأتها الحديثة نسبيا ، حيث أنشئت فى عام ١٩٩٠م وحصلت على العضوية با|لإنتساب للإتحاد الدولى للبورصات ، وتتم عمليات التداول فيها إلكترونيا ، كما يوجد نظام تقاص مركزى للأوراق المالية.

بورصة جنوب إفريقيا:

أيضا هى عضو بالإتحاد الدولى للبورصات ، وتعتبر من أكبر ٢٠ سوقا عالميا من حيث القيمه السوقية ، وهى من البورصات المتطورة تقنيا و الكترونيا فى إفريقيا وبها العديد من الخبراء والمستشارين المؤهلين.

بورصة غانا :

أنشئت فى عام ١٩٨٩م كشركة خاصة، وباشرت العمل فعليا فى عام ١٩٩٠م ثم تحولت الى شركة مساهمة فى ١٩٩٤م .

بورصة ساحل العاج :

وهى عبارة عن بورصة متحدة مجمعة تسمى إتحاد البورصات الإقليمية (BRVM) و تشمل دول السنغال ومالى والنيجر و بنين و بوركينا فاسو وتوغو وغينيا بيساو.

سوق نيروبي للأوراق المالية :

أنشأت بورصة نيروبي في سنة ١٩٥٤م كجمعية طوعية للسماسرة مسجلة بموجب قانون الجمعيات، ثم نبعت فكرة إنشاء أول سوق للأوراق المالية في شرق أفريقيا بعد قيام شركة فرانسيس دروموند (وكيل عقاري) بتأسيس أول شركة وساطة مالية بكينيا ، ومن ثم راقت الفكرة وزير المالية الكينى لإنشاء البورصة ، وبعد عامين من ذلك جرت مفاوضات مع مسئولين ببورصة لندن للإعتراف بإنشاء بورصة نيروبي للتبادل في الأوراق المالية في الخارج.

بورصة الرأس الأخضر:وهى تعمل منذ عام ٢٠٠٥م كمؤسسة مستقلة تحت إشراف الدولة ولها مؤشر يسمى BVC30 يتكون من ثلاثين شركة منها أربعة مقيدة بقطاع الأسهم و١٠ سندات (منها ثمانيه سندات خزانة وأثنان سندات بلدية) والمتبقى سندات شركات.

بورصة دوالا للأوراق المالية :

المقر الرئيسي لبورصة الكاميرون يقع بمدينة دوالا الساحلية والتي تعتبر العاصمة الإقتصادية للكاميرون ، كما تعتبر هذه البورصة المركز الإقتصادي والمالي و الوطني للدولة . ونشأت بورصة دوالا كشركة مساهمة عامة برأسمال قدره ١,٨ مليار فرنك أفريقي حيث يحظى البنك المركزي والبنوك التجارية بنسبة ٦٣,٧٪ من الأسهم ويمتلك الجمهورنسبة ٢٣٪ أما المتبقى الذى يمثل نسبة ١٣,٧ فتملكه شركات التأمين الخاصة.

كما توجد عدة بورصات إفريقية (بخلاف المذكورة بالدول العربية) مثل بورصة ناميبيا وبورصة سيراليون حيث أنشئتا فى عام ١٩٩٠م ، وبورصات بتسوانا وموريشيوص التى إنشئت فى ١٩٨٩م وبورصة مالاوى التى أنشئت فى عام ١٩٩٤ وبدأت العمل فى ١٩٩٦م وغيرها من بورصات الدول الإفريقية فى موزمبيق ودارالسلام ورواندا وأوغندا ولوساكا وزمبابوى .

الباب الرابع

الدور الإقتصادى لأسواق المال

الفصل الأول

اهمية اسواق المال ودورها في

تنشيط القطاعات الاقتصادية

إن عملية التنمية الإقتصادية والإجتماعية فى أى دولة تستوجب إنفاقا حكوميا كبيرا يضطر الدول فى كثير من الأحيان (أوعلى الدوام) الي البحث عن التمويل من داخل أو خارج نطاق الدولة لتتمكن من تحقيق أحلام مواطنيها فى الرفاهية والعيش الرغد الكريم والحصول على معدلات التنمية المنشودة ،وهنا تبرز أهمية أسواق المال كإحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة والعامة ، الوطنية والأجنبية ومن ثم توجيهها نحو قنوات الاستثمار حسب الخطط القومية للدولة ، هذا علاوة على أنها تمثل حلقة الوصل بين القطاعات التي لديها فائض إدخارى وتلك التى فى حاجة الى السيولة لتمويل عملياتها الإستثمارية والتي بدورها تصب فى مصلحة أهداف التنمية الإقتصادية والإجتماعية وتخدم أغراضها. فأسواق المال تعمل على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات القائمة والجديدة من خلال طرح وتسهيل عمليات تداول الأوراق المالية ، من أسهم وصكوك وغيرها ، بجانب تحقيق أرباحا للمدخرين والمستثمرين لاسيما الصغار منهم الذين لايستطيعون إنشاء مشروعات استثمارية خاصة بهم ، وبهذا تؤدى الأسواق خدمة كبيرة للإقتصاد بتشجيعها للتنمية الإقتصادية والإجتماعية ومكافحة الفقر ، كما إنها تمثل دافعا قوياً للشركات المدرجة لتحسين أدائها ورفع مستوى الأرباح والشفافية والضبط المؤسسى لتشجيع الإقبال على أوراقها المالية المدرجة بالسوق وتحسن أسعار تداولها والوصول إلى السعر العادل لها وللمستثمرين الذين يصبحون من الفئات المشاركة بفاعلية فى النشاط الإقتصادى بالبلاد بفضل مايوفره السوق من سيولة وإمكانيات لتداول الأوراق المالية وتحويل ملكيتها ورهنها وحجزها . كما يوفر السوق فرصة غالية لتمويل التنمية الاقتصادية والإجتماعية من قبل الدولة بالإستدانة من الجمهور عوضا عن الإستدانة من القطاع المصرفى. فالإستدانة المصرفية قد تؤثر على معدلات التضخم

وربما أسعار السلع والخدمات وأسعار الصرف ،بخلاف الإستدانة من الجمهور التى تكون من موارد حقيقية غير تضخمية تسهم فى إدارة السيولة من خلال عمليات السوق المفتوحة للسلطات النقدية وتؤدى الى رفع مستوى الإنتاج والإنتاجية وتقليل مستوى البطالة ، مما ينعكس إيجابا على مستوى دخل الفرد ومستويات الدخل القومى. لهذا يكاد الاقتصاديون يجمعون على التأكيد على وجود علاقة مطردة تربط نمؤ وتطور أسواق المال بمعدلات النمؤالاقتصادي للدولة ، لإسهام هذه الأسواق فى دفع عجلة التنمية الاقتصادية والنموء الاقتصادي من خلال دورها فى القيام بعدد من **الوظائف التى تشمل الأتى :**

١. **تعبئة المدخرات لتمويل النشاط الإنتاجي وزيادة حجم الاستثمارات :**
تسعى الأسواق المالية دائما الى حفز المدخرات نحو الاستثمار ، فبدلا من أن يحفظ المدخر نقوده فى بيته أو يضعها في أحد المصارف بارباح زهيدة نسبيا فإن سهولة الاستثمار في الاسواق المالية تشجعه على الاستثمار فى الأوراق المالية مما يساعد فى توسيع الأنشطة الإنتاجية فى الإقتصاد الوطنى .

٢. **إعادة توزيع الثروة و زيادة كفاءة تخصيص الموارد :**
نظرا لأن الأسواق تتيح لكل شرائح وطبقات المجتمع إمكانية الأستثمار فى مختلف الأوراق المالية وبمبالغ زهيدة ، فإن العائدات المحققة قد تساعد في تضييق الفجوة بين الأغنياء والفقراء الذين يستخدمون هذه المنصة لإستثمار أموالهم المدخرة .

٣. **رفع معدل إنتاجية الاستثمار :**
إذا تم تشجيع افراد المجتمع على الاستثمار، كأن يتم خفض تكلفة التمويل في المصارف للشركات المدرجة وفتح مجال الاستثمار في المجتمع بتشجيع صغار المستثمرين عن طريق اعفائهم من الضرائب لمدة معينة ومساعدتهم على تسويق منتجاتهم وتدريب من يحتاج منهم للتدريب مع العمل على فتح اسواق جديدة لهولاء المستثمرين وتمييزهم بسياسات تمويلة محفزة لهم من قبل البنك المركزى ،

فإن ذلك يقود حتما للمنافسة لتحقيق أرباح توزع على المساهمين لترغيبهم وحثهم على شراء الأوراق المالية مما ينعكس إيجابيا على معدلات الإنتاج والإنتاجية.

٤. **تحفزعمليات حوكمة الشركات:**

السوق المالية تمكن الشركات من توسيع قاعدة المساهمين باستقطاب أكبر عدد ممكن للمساهمة فى رأس مال الشركة، ومن أهم معايير هذا الإستقطاب ، معياركفاءة الإدارة في تحقيق غايات المساهمين لذلك فإن الشركات تهتم بتحقيق أعلى مستويات الكفاءة الإدارية والضبط المؤسسى والحوكمة، و من المؤكد انه كلما التزمت الشركة بقواعد الضبط المؤسسى كلما زادت ثقة المستثمرين فيها واعتبروا الإستثمار فى أوراقها المالية أقل مخاطرة.

٥. **تعكس الأسواق مستوى الأداء الاقتصادي للدولة:**

تعد الأسواق المالية المرآة العاكسة للاقتصاد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب وتأثرها بالحالة الاقتصادية للدولة فى أغلب الأحيان ، إذ يعد مؤشر السوق من المؤشرات السابقة للأحداث باعتبار أن أسعار الأسهم هي انعكاس لتوقعات الأحداث الاقتصادية التي ستسود مستقبلا فى الدولة، وعليه فإن التحرك في مستوى المؤشرسوف يعكس الوضع الاقتصادي المتوقع وبالتالي يمكن من وضع الخطط الإقتصادية والإجتماعية السليمة المعافاة .

٦. **المساهمة في تمويل خطط التنمية :**

إن طرح أوراق مالية حكومية من قبل الدولة لتمويل المشروعات التنموية لن يكون سهلا إن لم تكن هناك منصة لتداول هذه الأوراق تمكن من تسيلها بالسرعة المناسبة عند الحاجة وقبل حلول أجلها.

٧. **دعم الموقف الائتمانى الداخلي والخارجي:**

إن عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في

البورصات الدولية، أصبح من الممكن قبولها كضمان من الدرجة الأولى للحصول على التمويل الداخلى والخارجى.

دور سوق الأوراق المالية فى الإقتصاد القومى :

يلعب السوق دورا هاما ومؤثرا فى الإقتصاد وذلك من خلال عمليات السوق الأولية(Market Primary) والسوق الثانوية (Secondary Market) حيث يتم اصدار الأوراق المالية وإجراء عمليات الإكتتاب والتداول وفقا للضوابط المحددة **لذلك حسبما تقضيه متطلبات اى من السوقين على النحو التالى :**

أولا :السوق الأولية :

هي السوق التى يتم فيها طرح الأوراق المالية المصدرة لأول مرة للاكتتاب من قبل الجمهور ، وهذا يعنى أنها تمثل السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب فيها ، أو بين رب المال (المستثمر) و رب العمل (صاحب المشروع) ، وكل ما تزايد الوعي الإستثمارى والإدخارى لدى الجمهور كلما كانت الفائدة أكبر بمشاركة عدد كبير من الأفراد فى الإكتتاب ، غير أن فى العادة يكون النصيب الأكبر للمؤسسات المالية الكبيرة والجهاز المصرفى وصناع السوق والوسطاء الذين يتعهدون بإدارة وتغطية الإصدارات ، ويجوز أن توجه الدعوه للإكتتاب لعامة المستثمرين الراغبين فيما يسمى بالاكتتاب العام Public Offering كما يجوز أن توجه الدعوة لفئة معينة منهم ويسمى فى هذه الحالة بالاكتتاب الخاص Private Placement وذلك للاكتتاب في أسهم شركة قيد التأسيس أو في أسهم زيادة رأسمال شركة قائمة أو صكوك استثمارية معينة ، وفى كثير من الأحيان تمارس البنوك المركزية عمليات الإكتتاب الخاص لخدمة أغراض السياسة النقدية وللتحكم فى السيولة وإدارتها عبر توجيه الإكتتاب للبنوك والموسسات المالية الكبيرة كما حدث فى صكوك مشاركة البنك المركزى السودانى (شمم) اتى أصدرها فى آواخر تسعينات القرن الماضى . و تقوم شركات المساهمة العامة بعرض الأسهم للإكتتاب فى هذه السوق ، كما تقوم الجهات المرخص لها باصدار الصكوك وإنشاء الصناديق وعرضها ايضا للجمهور ، أما بالنسبة للسندات

والصكوك السيادية فتصدر عادة من وزارات المالية والبنوك المركزية مباشرة أو عن طريق شركة تنشأ لهذا الغرض كما هو الحال فى السودان حيث تقوم شركة السودان للخدمات المالية المحدودة بهذا الدور. هذا يعنى أن هذه السوق هى التى توفر للأنشطة الإقتصادية فى الدولة التمويل اللازم حيث تتجمع فيها المدخرات التى تمول الإستثمارت الجديدة أو القائمة من خلال إنشاء مشاريع جديدة تخدم الاقتصاد الى جانب تمويل عمليات التوسع فى المشاريع القائمة لزيادة طاقاتها الإنتاجية ورفع كفاءتها الإنتاجية ، وبالتالي فأن أى نجاح للسوق الأولية سيسهم في عملية التنمية الاقتصادية والإجتماعية وذلك من خلال قدرتها على تحريك المدخرات لدى الأفراد والمؤسسات التى لديها فوائض مالية الى الجهات ذات الحاجة المالية لتمويل انشطتها الرأسمالية والإستثمارية المختلفة سواء فى القطاع الحكومى أو فى القطاع الخاص.

لهذا فإن الدول تهتم بوضع التشريعات والقواعد الضرورية لحماية أموال المستثمرين فى السوق بحيث تستوفى نشرة الإصدار كافة المعلومات التى تمكن المستثمر من إتخاذ قراره الإستثمارى السليم وتعتبر قواعد الشفافية والإفصاح من أهم أساليب الحماية التي يجب أن توفرها التشريعات الحكومية للمستثمرين حول الجهة المصدرة للأوراق المالية ونشاطها وكل ما تتطلبه معايير الإفصاح والشفافية من بيانات ومعلومات.

ثانيا : السوق الثانوية للأوراق المالية :

السوق الثانوية Secondary Market هي السوق التي يتم فيها التداول بيعا وشراء للأوراق المالية ومن ثم عمليات نقل ملكيتها بين حاملها ومستثمر آخر ، أو حجزها أو رهنها لمصلحة جهة أخرى من خلال مركز الإيداع، وذلك بعد مرحلة إصدارها في السوق الأولية وإدراجها فى سوق المال. فى هذه المرحلة يتحدد سعر الورقة المالية بطريقة عادلة وشفافة من خلال عمليات توافق العرض بالطلب وفقا للضوابط والقوانين السارية اللازمة لتنظيم عمليات تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين. و كما سبق ذكره ، فإن للسوق الثانوية شكلان رئيسيان ، الأول يسمى بالسوق المنظمة

والآخر هو السوق غير المنظمة، فالسوق المنظمة هي ما يعرف ببورصة(أو سوق) الأوراق المالية التى تجري فيها المعاملات على الأوراق المالية في أوقات محددة بواسطة أشخاص مؤهلين متخصصين بهذا النوع من العمل وهم الوسطاء ووفق إجراءات وقوانين ونظم محددة يتم الترخيص لهم بالعمل وفقا لها. كما وتقسم سوق الأوراق المالية المنظمة الى سوق مركزية وأسواق مناطق او أسواق محلية ويقصد بـالسوق المركزية تلك التي تتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى البورصة بغض النظر عن الموقع الجغرافي لمصدر الورقة المالية ومن الأمثلة على هذه السوق بورصة طوكيو وبورصة لندن وبورصة نيويورك ، أما بورصات المناطق(البورصات المحلية) فتتعامل بأوراق مالية لمنشآت صغيرة تهم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة أو في المناطق القريبة ولكن لا يوجد ما يمنع من تعامل الأسواق المحلية في الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المركزية ،وبالنسبة لسوق الخرطوم للأوراق المالية فهو يتكون من سوقين هما السوق الأولية والسوق الثانوية وتنقسم السوق الثانوية الى ثلاث أسواق هي السوق النظامية والسوق الموازية والسوق الثالثة و لكل واحد منها شروط أدراج ونظم تداول خاصة بها.

أما السوق غير المنظمة أو السوق الموازية فهى السوق التى تجري عمليات التداول فيها دون التقيد بمكان آو زمان محددين لإجرائها فبالامكان أن تتم هذه العمليات بواسطة الهاتف أو الحاسوب وبالتالي الحصول على الربح الناتج من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء وعلى هذا فان السوق غيرالمنظمة تعتبر أسلوبا لإجراء المعاملات بدلا من كونها مكانا لإجراء تلك المعاملات ، لهذا فالبعض يضيف شكلا ثالثاً لهذه الأسواق يعرف بالسوق الثانوية المنظمة جزئيا، وهى سوق لا يتم التداول فيها من خلال قاعة تداول ولا عن طريق المزايدة وإنما يتم عن طريق مكاتب موزعة على البنوك وفروعها العاملة . ولا خلاف فى أن دور السوق الثانوى ضرورى فى إنتقال ملكية الأوراق المالية، إلا أنه قد يتبادر الى الذهن ضعف (أو حتى إنعدام) دور السوق الثانوية في النشاط الاقتصادى إذ أنها تمثل سوق لتبادل وانتقال ملكية الأوراق المالية دون أن تضيف شيئا للموارد التى جمعت فى سوق الإصدار،حتى إن كثافة عمليات التداول قد لاتعنى

بالضرورة زيادة حجم الادخار القومى أوزيادة حجم الاستثمار في الأوراق المالية لأن التداول في السوق الثانوية لا يمثل أي إضافة الى الاستثمار الحقيقى ، وبالتأكيد لا يعد استثماراً جديدا ، بل مجرد عملية انتقال للملكية فيما بين المستثمرين .فى حقيقة الأمر أن هذا السوق يخدم التنمية الإقتصادية والإجتماعية بطريقة غير مباشرة، إذ أن من أهم مهامه أن يقوم بتوفير السيولة للإصدارات الأولية من الصكوك والأسهم والسندات وذلك بتسيير تداول هذه الأوراق وتحويلها الى نقد بكل يسر وسلاسة خلال فترة معقولة ومقبولة للمستثمر وبأسعار تنافسية مما يرفع من قيمة الأصول الاستثمارية وبالتالي يرفع من المردود النسبي للأوراق المالية مقارنة بالأدوات المالية الأخرى ، لذلك فأن ضعف السوق الثانوية قد يؤدى الى انخفاض المردود النسبي للأوراق المالية وينعكس سلبا على مستوى الطلب عليها ويؤدى الى تجنب شراءها حتى فى سوق الإصدار ، وهذا يعنى ارتفاع تكلفة رأس المال ضمنيا ويقلل الحوافز على الاستثمار الجديد ، والعكس تماما فى حالة نشاط السوق الثانوى وتمتعه بدرجة سيولة عالية تمثل حاضنة لاصدارات السوق الأولية وتزيد من إقبال الجمهور علي إصداراته المختلفة . هذا يعنى أن السوق الثانوى هو شرط ضرورى لنجاح السوق الأولية، مما يجعلها تمثل عاملا مهما من عوامل دفع عجلة النمؤ الإقتصادى. ومن هذا يتضح أن هناك علاقة تبادلية وثيقة بين نشاط كلا السوقين (الأولية والثانوية) فتحقق مستويات نشاط مرتفعة فى السوق الثانوية ينعكس فى الطلب المرتفع على الأوراق المالية فى سوق الإصدار ، لإحساس المستثمر بتوفر السيولة وضمان والربحية على الورقة المالية عند التداول على أسس عادلة وسليمة . كما أن نجاح عمليات السوق الأولية في إصداراتها ينعكس ايجابيا على نشاط السوق الثانوية فى زيادة عدد الأوراق المتداولة وبالتالى زيادة حجم التداول نفسه.

و يمكن تقسيم الأسواق الثانوية الى أربعة أنواع[١٨] هى:

- **السوق الأول:** و كما ذكرنا فى تعريفه ، فهو يتكون من الوسطاء المرخص لهم العمل فى البورصة.

[١٨]- د.علوش، جعفر باقر : اقتصاديات الاستثمار في الاسواق المالية ٢٠١٠ ص ٩

- **السوق الثاني** : يتكون من الوسطاء العاملين في الأسواق غير المنظمة والمتواجدين في المؤسسات المالية كالمصارف وغيرها من المؤسسات التى تعمل فى تداول الأوراق المالية.
- **السوق الثالث:**وهو يشمل الوسطاء غير المسجلين في الأسواق المنظمة ولهم الحق في التعامل في الاوا رق المالية المسجلة في البورصة وفى العادة يتمثل هؤلاء في المؤسسات التجارية الاستثمارية الكبيرة .
- **السوق الرابع**: وهو السوق الذي يتم التعامل فيه فيما بين المؤسسات الكبرى مباشرة دون وسيط بهدف خفض التكلفة باستبعاد عمولات وارباح الوسطاء، ويتم التعامل بين هذه المؤسسات من خلال شبكة اتصال الكترونية تسهل معرفة اسعار الاوا رق المالية وحجم التداول والى غير ذلك من المعلومات والبيانات.

وعادة فى التطبيق العملى تجد أن العديد من الأسواق لا تلتزم بهذه التسميات أو التصنيفات ، فقد تستحدث مسميات مختلفة إلا أنها تقوم بنفس الدور المحدد لها.

الجهاز المصرفى وأسواق المال:

يتكون الجهاز المصرفي من البنوك التجارية والمتخصصة والبنك المركزي وشركات الصرافة ومؤسسات تحويل الأموال ،ومن خلال مؤسساته هذه يتم تحريك مبالغ كبيرة من الأرصدة قصيرة الأجل خلال مدة محدودة لمواجهة الطلب عليها، ويمثل الجهاز المصرفي العمود الأساسى بالنسبة للسوق النقدي الذي يتخصص بالأدوات المالية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزينة وشهادات الإيداع ، والتسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل ومختلف أنواع الودائع البنكية قصيرة الأجل . ومن المؤكد أن الجهاز المصرفى لاغنى عنه فى كافة الأسواق بما فيها أسواق العملات وأسواق المال إذ أن كآفة الصفقات والعقود يتم تسويتها من خلال الجهاز المصرفي ، ولتبعد الأسواق عن نفسها شبهات غسل وتمويل الإرهاب لاتقبل التعامل النقدى عند تسوية الصفقات (خصوصا كبيرة الحجم) وبالتالى لامناص من إستخدام آليات الجهاز المصرفى.

يقبل الجهاز المصرفى (ممثلا فى البنوك التجارية وبنوك الأستثمار) بنهم كبير على أسواق الأوراق المالية وشراء السندات والصكوك (بالأخص السيادية منها – التى تصدرها الجهات الحكومية) لتحقيقها لعائد دورى منتظم يمكنها من التخطيط المالى السليم لتدفقاتها النقدية ويبعد عنها شبح إرتفاع معدلات التعثر، وبالتالى يحمى البنك وعملائه من العديد من المخاطر . وبجانب أن البنوك تقبل الصكوك وبعض الأوراق المالية كرهن مقابل التمويل ، فإنها تتعامل فيها بغرض تحقيق عائدات مقبولة توائم مابين متطلبات السيولة ومتطلبات الربحية فى إطار الحدود المقبولة من المخاطر العامة أو الخاصة التى تتعرض لها الأوراق المالية كتلك التي تتمثل في عدم قدرة الجهة المصدرة على الوفاء بإلتزاماتها في تاريخ الاستحقاق ، ولتقليص حجم المخاطر الخاصة يقوم البنك بتنويع محفظة الأوراق المالية بشراء بعض الصكوك الحكومية وأخرى خاصة فى عدة قطاعات استثمارية .كما أن العائد المتوقع من الإستثمار فى الأوراق المالية يجب أن تتم مقارنته بما يتكبده البنك نتيجة لحرمانه من إستخدام قيمة هذه الأوراق فى أى غرض آخر خلال فترة الإحتفاظ بالأوراق فى المحفظة وبما يكفى لتعويض البنك عن كل المخاطر التي قد تتعرض لها ودائع عملائه. كما أن على البنوك أن تلتزم بما قد تفرضه سياسات البنك المركزى وسلطات النقد من قيود على الإستثمار فى الأوراق المالية وبالأخص الحكومية منها والتى يشتبه فى أنها قد تؤدى الى الإنحياز لتمويل الحكومة على حساب نصيب القطاع الخاص من التمويل ، فقد يفرض البنك المركزى على البنوك التجارية أن لايتجاوز إستثمارها فى الأوراق المالية نسبة محددة من محفظة التمويل ، كما يفعل البنك المركزى السودانى بالنسبة للبنوك التجارية التى يفرض عليها ألا تتجاوز نسبة الإستثمار فى الأوراق المالية ٢٠٪ من محفظة البنك الإستثمارية ، بعد أن كانت فى السابق تصل الى ٣٠٪. كما أن الجهاز المصرفى أيضا يسهم فى عمليات أصدار الصكوك وتغطية بعض الإصدارات والعمل كمغطى للإصدارات ويشترك فى عمليات صناع السوق و المحافظ والصناديق الإستثمارية بالأخص بنوك الإستثمار التى تلعب دورا كبيرا فى عمليات أسواق المال. ومع أن البنوك تعلم أن العائد على عمليات الإستثمار المباشر

قد تفوق عائدات الأوراق المالية إلا أن الظروف قد تفرض عليها الإستثمار فى الأوراق المالية بسبب إنخفاض الطلب على التمويل أو بسبب تحقيق قدر من المرونة لمواجهة متطلبات السيولة المفاجئة أوالمتوقعة لبعض المواسم ، فتقوم بإستثمار هذا القدر من السيولة فى الأوراق المالية لفترات قصيرة بدلا عن تركها عاطلة دون إستثمار. ومن المؤكد أن دور بنوك الأستثمار فى البورصة أكبر من بقية مكونات الجهاز المصرفى، إذ تصنف بنوك الاستثمار ضمن البنوك المتخصصة كبنوك التنمية الزراعية والعقارية ، وفى العادة يتم الترخيص لها كبنوك متخصصة فى الإستثمار المالى ولايسمح لها بالعمل فى التمويل التجارى ولايسمح لها بفتح حسابات جارية للجمهور إلا فى حدود ضيقة بحيث يكون الزبون "فاتح الحساب" تربطه بالبنك معاملات إستثمارية ، وفى الغالب تكون الحسابات المفتوحة حسابات جملة لمؤسسات تتعامل مع البنك .وتلعب بنوك الإستثمار دورا هاما فى تمويل التمية والإستثمار إذ تساعد المؤسسات الخاصة والوحدات الحكومية في الحصول على الأموال التي تحتاج إليها من اجل الاستثمار في مشاريع التنمية، وتساعد المستثمرين، في عمليات توظيف أموالهم فى الأوراق المالية أو فى المحافظ التمويلية و صناديق الإستثمار مما يعود عليهم بالربح والفائدة. وفى كثير من الأحيان تشارك فى المشروعات الإستثمارية الجديدة كمؤسس مساهم فى رأس المال لإضفاء قدر من الثقة فى المشروع الجديد لحث الجمهور للإستثمار فيه. ويلاحظ فى بنوك الإستثمار نسبة حجم الإقتراض من الغير الى رأس مال البنك ، والتى نجد أغلبها تتمثل فى اتفاقيات الريبو أو إعادة شراء الأوراق المالية (صورة من الصور الربوية) حيث يقوم بموجبها ببيع بعضا مما يملكه من الأوراق المالية بسعر محدد مع الإلتزام بإعادة شرائها مرة ثانية مستقبلا بسعر آخر ينص عليه في الاتفاقية نفسها، كما تقدم بنوك الإستثمار الخدمات الإستشارية للمستثمرين و لشركات المساهمة العامة وتروج لها عند إصدارها لأوراق مالية جديدة وتسهم فى تسويق هذه الأوراق وتساعد فى توقيت عرضها فى السوق ، كما وتسهم فى تغطية الإصدارات فى السوق الأولى وتعمل ضمن صناع السوق الآخرين ، بجانب أنها تشارك فى بعض البورصات فى رعاية البورصة المختصة

بالشركات الخاصة كبورصة النيل بجمهورية مصر العربية . كما قد يقوم بنك الإستثمار بعمليات التسويق والإكتتاب إما عن طريق الالتزام المثبت للاكتتاب ثم التسويق Firm Commitment حيث يلتزم البنك بتغطية الإصدارة بالكامل وشرائها من الجهة المصدرة ومن ثم يقوم بعرضها على الجمهور، مع تحمل مخاطر السوق فى حالة عدم الإقبال على الشراء منها ، وبالطبع لن ترجع على الجهة المصدرة لتغطية هذه المخاطر. ولهذا تلجأ للطريقة الثانية حيث تلتزم فقط ببذل الجهد الفائق للتسويق Best-Effort Agreement دون أن يتحمل البنك عبء الإلتزام بتغطية الإصدارة أو تحمل مخاطرعدم بيعها كليا أو جزئيا. هذا وتلعب بنوك الإستثمار دورا كبيرا فى عمليات خصخصة المؤسسات الحكومية من خلال العمل على تحويلها الى شركات مساهمة عامة ومن ثم عرض أسهمها فى السوق ، بجانب دورها فى تنشيط عمليات الإندماج فيما بين الشركات وعمليات الإستحواذ الكلى أو الجزئى وإيجاد الشركاء الإستراتيجيين للشركات الراغبة ، إذ تلعب هنا دورا مزدوجا للجانبين من خلال معرفتها بالشركات المرشحة للإستحواذ أو الإندماج ودراسة أوضاعها الفنية والإدارية والمالية ،ومن ثم إقناع أصحابها بالإندماج من خلال توضيح المزايا والمحاسن ، ثم يتم إقناع الجهات الأخرى بالإستحواذ أو الإندماج . كما أنها تتمكن من خلال علاقاتها مع المراسلين بالخارج أن تجذب الاستثمارات الخارجية إلى السوق المحلية ، بإقناعهم بشراء الأوراق المالية مباشرة أو من خلال المحافظ و صناديق الاستثمار التى تنشئها لتصبح الحاضنة الإستثمارية للمستثمر الأجنبي لتوظيف أمواله فى الدولة من خلالها .كما يقوم بنك الاستثمار عند الطلب بإتخاذ كافة إجراءات المتعلقة بالإيداع والقيد فى سوق الأوراق المالية مع إعداد النشرة الترويجية الإعلامية التى توفر المعلومات اللازمة عن الشركة الطالبة للإدراج وتوضح طبيعة نشاطها ورأس المال المصرح به والمكتتب فيه وعدد الأوراق المالية ونوعها والقيمة الإسمية لها وأى معلومة تسهم فى معرفة الجمهور بالشركة وأوراقها المالية ، كما وقد يقوم البنك بطرح جزء من الأوراق أولا علي مجموعة محددة من المؤسسين أو المستثمرين كصناديق الاستثمار والمؤسسات المالية الكبيرة وشركات التأمين والبنوك ،ثم

يتم طرح باقي الأوراق علي جمهورالمستثمرين. وتقوم بنوك الاستثمار بصفتها مركز للخدمات والاستشارات المالية بالبحوث والدراسات الخاصة بأسعار الأوراق المالية عند الطلب بجانب تقديم خدمات التحليل الفني والتحليل المالي الأساسي لمختلف الأوراق المالية وبالتالي تقديم خدمات التقييم لهذه الأوراق المالية خاصة الأسهم من حيث نقاط الدعم والمقاومة ونقاط إيقاف الخسائر وكذلك نقاط الشراء المناسبة .

التحليل الفنى والتحليل الأساسى:

التحليل الفني Technical Analysis :

هوفن أكثر من كونه علم، يعتمد على بناء التوقعات المستقبلية لأسعار الأسهم من خلال دراسة سلاسل زمنية لفترات ماضية لمعرفة الإتجاه السابق فى تحركات حجم تداول السهم وسعره ، ومن ثم التنبؤ باتجاهه المستقبلي بعد إستنباط قانون أو قاعدة تمكن من التنبؤ بالسعر المستقبلى ، وقد يتم استخدام برامج متخصصة لتصميم أشكال بيانية توضح العلاقة بين السعر والزمن وتساعد فى اختيار نقاط الشراء المناسبة، ونقاط البيع أو الهروب، وتعتبر نقاط وقف الخسائر هذه واحدة من أهم مزايا التحليل الفني التى تميزه عن الوسائل الأخرى ،إذ أنها تساعد المستثمر على حماية رأس ماله بالتقليل من مخاطر السوق إلى أدنى مستوى ممكن .ولسهولة تعلم التحليل الفني وسرعة تطبيقه، يشيع إستعماله فى الأسواق المالية بين المتداولين ومحترفي المضاربة الذين ليس لهم إهتمامات بشأن أداء الشركة أو حجم أرباحها ، فما يهمهم هو فقط معرفة نقاط معينة فى الأشكال البيانية كخطوط الدعم والمقاومة، والمثلثات، والقيعان المزدوجة، والقمم المزدوجة، والرأس والكتفين وغيرها من المصطلحات المستخدمه فى هذا الشأن ، والتى تفيد فى لفت نظر المضارب إلى مرور السهم بمنطقة سعرية حرجة، تؤدي غالباً إلى تغير في إتجاهه. ويطلق على مستخدمى هذا الأسلوب فنيى الخرائط Chartists Technicians أو التقنيين البيانيين ، **والذين تبنى تحليلاتهم على قواعد بسيطة أهمها :**

- إن آلية العرض والطلب هى العامل الأساسى فى تحديد القيمة السوقية للورقة المالية.

- غير أن العرض والطلب يتأثر بعدة عوامل موضوعية وغير موضوعية.
- هذه العوامل تسهم فى تغير العلاقة بين الطلب والعرض حسب وزن كل واحد منها .
- تغير العلاقة بين العرض و الطلب تحدد الإتجاه العام لأسعار الورقة المالية.
- تميل أسعار الورقة المالية إلى الاستمرار في هذا الإتجاه لفترة معقولة حتى يثبت العكس.
- هناك بعض المؤشرات والدلائل على قرب إنعكاس الإتجاه

وقد يستخدم بعضهم نظرية الشخص الأكثر حمقا Greater Fool Theory والتى تعنى أن هناك دائما شخص أكثر حمقا من المشترى الأول للورقة المالية ، إذ أن التأريخ دائما يعيد نفسه فتنتقل الورقة من شخص الى آخر .

التحليل الأساسى(الإخبارى) Fundamental Analysis :

هو وسيلة من وسائل التحليل العلمية لإستقراء القيمة الجوهرية للورقة المالية إستنادا للإعتقاد السائد بأن سعر الورقة المالية (أو أى أصل إستثمارى) يميل إلى التحرك جهة قيمته الحقيقية ، ومن خلاله يتم التنبؤ بسعر الورقة المستقبلى وإتجاهات هذا السعر هبوطا أو صعودا ، آخذين فى الإعتبار البيئة الداخلية والخارجية للسوق بتحليل مؤشرات الأسواق ومؤشرات الإقتصاد الكلى بما يشمل الوضع السياسى والإجتماعى بالدولة . وحسب المنهجية المختارة فى التحليل يمكن أن تدخل فى حساباته العديد من المؤشرات كأسعار الفائدة ومعدلات التضخم وأسعار صرف العملات ومؤشرات الناتج المحلى الإجمالى والسياسات المالية والنقدية للدولة ودراسة قوى العرض والطلب وتوقعات مستويات النمؤ الحالى والمستقبلى للأنشطة الإقتصادية المرتبطة بالورقة المالية ،أى دراسة أي معلومات أو بيانات ينتظر أن تؤثر في سعر الورقة المالية بالسوق أو فى القيمة المادية للأصول الإستثمارية، وهذا مايجعل التحليل الأساسى أكثر تعقيدا خصوصا للمستثمرين غير المختصين والمبتدئين الذين ليس لهم دراية بالمؤشرات الإقتصادية مما يجعلهم يلجأون للتحليل الفنى إعتمادا على خرائط وأشكال حركة الأسعار .

فالتحليل الأساسى يعتمد على أدوات تحليل تشمل :

١ - المؤشرات الإقتصادية العامة بالدولة.

٢- دورة حياة الصناعة و دورة حياة المنتج المعين الذى يؤثر على تداول الأوراق المالية.

٣- تحليل ظروف المنافسة والتنبؤ بمستويات النموء القطاعى والكلى و تحليل التطورات التكنولوجية .

٤- تحليل النسب ودراسة القوائم المالية المقارنة بجانب التحليل الراسي للقوائم المالية .

٥- تحليل السلاسل الزمنية .

فى حين ان التحليل الفنى لايتطلب سوى دراسة مؤشرات أسعار السوق و الاسهم والمنحنيات والرسوم البيانية ، إلا أن كثرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الاسلوب ، كما أنه يحتاج في بعض الحالات الي استخدام اكثرة من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ ، علاوة على أن القواعد الفنية نفسها تحتاج و باستمرار الي التطوير والتحديث لتناسب المستجدات الحديثة فى الأسواق وبيئية العمل المتغيرة . بيد أن التحليل الأساسى أيضا يعانى من عملية الإحتياج المتواصل لبذل جهد وتكلفة اكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني ، كما توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركات. وفى الغالب يستخدم كثير من الأشخاص التحليل الأساسي لإختيار الشركات المناسبة للتداول فى أوراقها المالية ومن ثم يستخدمون التحليل الفني لمعرفة حركة الأوراق المالية،لإكتشاف بداية التحول من سعر التوازن الحالي إلى سعر التوازن الجديد دون الإنشغال بمعرفة أسباب التحول، و بالتالى يمكنهم إختيار التوقيت المناسب لإتخاذ القرار الاستثماري الملائم ، بينما التحليل الأساسي نادرا ما يمكن من إتخاذ قرارا قاطعا بشان التوقيت المناسب للشراء أو البيع بالرغم من أن نتائج التحليل الأساسى قد تكون أفضل للتنبؤ المستقبلى ،كما أن هناك إحتمال أن يستخدم عدد من المحللين الفنيين نفس الأسلوب الفنى مع نفس البيانات المتاحة ويتوصلون بلا شك إلى نفس القرار ، ولو أن هذا القرار كان شراء ورقة مالية معينه بسبب توقعهم ارتفاع سعرها مستقبلا فستكون النتيجة الحتمية ارتفاع سعر هذه الورقة بسبب أن هؤلاء المحللين سيسعون لشرائها مما يؤدى الى ارتفاع سعرها مرة أخرى بسبب هذا السلوك وليس لأى سبب آخر.

والجدول التالى يمكن من المقارنة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني فى الجوانب الجوهرية منهما التى تؤثر فى طريقة عملهما:

وجه المقارنة	**التحليل الأساسي**	**التحليل الفني**
الغرض من التحليل	إتخاذ القرار الإستثمارى بعد تقدير حجم المخاطر المتوقعة ومقدار العائدات المكتسبة	التنبؤ بإتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لإتخاذ القرار الاستثمارى
الإفتراضات	-أن سوق رأس المال كفء ولكن فى مستوى التصنيف الضعيف . - التحليل الأساسى يضمن إتخاذ القرار الإستثمارى السليم ويتجنب المخاطر الكبيرة.	- أن سوق رأس المال غير كفء و أنه هو أفضل من ينبئ عن نفسه . - ان التحرك من سعر توازن الي اخر يستغرق بعض الوقت - تتحدد قيمة الورقة المالية فى السوق من خلال تفاعل قوى العرض والطلب التى تتحكم فيها عوامل بعضها منطقي والبعض الاخر غير منطقي
البيانات والمعلومات الخاضعة للتحليل	بيانات ومعلومات على مستوى الإقتصاد الكلي ومستوى الصناعة ومستوى الشركة	بيانات ومعلومات على مستوى السوق وعمليات التداول وأسعار الأوراق وحجم الصفقات وعددها ...
مصادر البيانات و المعلومات	**-بيانات ومؤشرات الإقتصاد الكلى، كالناتج القومي،معدل التضخم وسعر صرف العملة ، وهوامش الأرباح (أسعار الفائدة).....** **- بيانات ومؤشرات متعلقة بمستوى الصناعة ، كحجم المنافسة و مستويات العرض و الطلب والتطورات التقنية ،والبدائل ، ودورة المنتج ،** **- بيانات ومؤشرات متعلقة بالمنشأة مثل الحسابات الختامية وقوائم التفقات المالية و التغيرات الجوهرية فى المنشأة .**	**بيانات ومؤشرات السوق المتعلقة بحجم التداول و أسعار الأوراق المالية و عدد الصفقات وحجمها و إتجاهات سلوك المستثمرين .**

الأدوات الأساسية فى التحليل	-المؤشرات الإقتصادية العامة . - دورة حياة الصناعة و المنتج . - تحليل ظروف المنافسة والتنبؤ بحالات النمو. - تحليل التطورات التكنولوجية . - تحليل السلاسل الزمنية وتحليل النسب المالية. - التحليل الراسي والمقارن للقوائم المالية .	- إستخدام المنحنيات البيانية . - إستخدام مؤشرات تحليل أسعار السوق و أسعار الأوراق المالية .
الجهد والتكلفة المالية	تحتاج الي جهد وتكلفة اكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني .	تحتاج الي جهد وتكلفة أقل نسبياً مقارنة بالتحليل الأساسى ، غير أنه قد يحتاج لكوادر أكثر تخصصا وتأهيلا ومهنية.
التحفظات حولها	-قد توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة محل التحليل.	- قد يحتاج المحلل الي استخدام اكثرة من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ . - القواعد الفنية نفسها متطورة يصعب على البعض الإطلاع عليها فى الوقت المناسب. - وفرة عدد المحللين الفنيين يجعل التحليل شبه متاح للجميع .

أسواق الأوراق المالية كمصدر لتمويل الاستثمار :

ترتبط عملية التنمية الإقتصادية والإجتماعية إرتباطا وثيقا بالإستثمار من خلال توجيه المدخرات للأنشطة الإنتاجية ، فالعلاقة بينهما علاقة طردية موجبة ، إذ أن أى إرتفاع فى حجم الإستثمار يؤدى بالضرورة (فى حالة ثبات العوامل الأخرى كنسبة الضريبة مثلا) لارتفاع أكبر فى مستوى الدخل بفعل مضاعف الإستثمار Investment Multiplier ، ومن ثم يزيد حجم الإستثمار من خلال تسرب جزء من الزيادة التى حدثت فى مستوى الدخل الى الاستثمار بفعل المعجل Accelerater ، ومع أن الإستثمار يعتبر المولود الشرعى للإدخار[19] ، إلا أنه يختلف عن الادخار الذي يعني الامتناع عن جزء من الاستهلاك الحالي من اجل الحصول على المزيد من الاستهلاك في المستقبل مع عدم تحمل أي درجة من المخاطر ، وذلك بخلاف الإستثمار الذى يهدف الى المزيد من التدفقات النقدية في المستقبل لتعويض الفرصة الضائعة للأموال المستثمرة مع تحمل المخاطر المقابلة لذلك ، ولهذا فإن للإستثمار أثر كبير فى زيادة الدخل القومي و إحداث التنمية الاقتصادية والاجتماعية وبالتالى خلق فرص عمل تسهم فى زيادة الإنتاج ودعم الميزان التجاري وميزان المدفوعات. فالاستثمار عبارة عن نشاط مالى يتم بشكل منظم بغرض تحقيق منفعة معينة تنتج عن توظيف موارد مالية مدخرة محددة القدر لفترة زمنية معلومة. وعندما يستخدم مصطلح الإستثمار فى الإقتصاد غالباً ما يعنى اكتساب الأصول المادية بإعتبار أنه يمثل مساهمة في الإنتاج ، الذى يضيف أو يخلق منفعة تكون على شكل سلع وخدمات ؛ أما فى نظم الإدارة المالية فيعتبر الاستثمار آلية من آليات اكتساب الموجودات المالية ، هو بهذا الفهم يمثل التوظيف المالي في الأوراق المالية المختلفة . ومن المعلوم أن الإستثمار نظريا، هو عبارة عن الفرق بين الدخل التصرفى والإستهلاك (أى مساويا لحجم الإدخار) ، وينتج الإستثمار عن طريق جذب المدخرات لتشارك فى الأنشطة الإقتصادية والعمليات الإنتاجية المختلفة. وتصنف

---

[19] - الادخار هوذلك الجزء المقتطع من الدخل(بخلاف الإستهلاك) بهدف حفظ السيولة لأغراض الاستخدام على المدى القصير فى شراء الأدوات المالية ولإيداعها فى حسابات لأجل أو حتى تحسبا لمصروفات غير متوقعة أو لأغراض السفر و شراء بعض الإحتياجات المستقبلية.

الإستثمارات بعدة طرق ، فمن حيث الأجل مثلا ، تصنف الى طويلة وقصيرة الأجل ومن حيث العائد الى عائد دورى منتظم وعائد غير منتظم ، كما تصنف من حيث النوع الى استثمارات مادية (حقيقية) تشمل الموجودات الحقيقية مثل الذهب والفضة والنفط والعقارات من جانب، و استثمارات مالية من جانب آخر ، وهي المتعلقة بالأسهم والسندات وأذونات الخزانة والأدوات التجارية و القبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والخيارات وكآفة الأوراق المالية. والمستثمر الرشيد يهدف من العملية الاستثمارية الى الحصول على عائد مقبول بجانب المحافظة على أصله الرأسمالى ، وذلك مقابل تحملة لدرجة معقولة من المخاطر، فالمخاطرة عنصراً هاماً يجب أخذه فى الاعتبار عند اتخاذ أي قرار استثماري مع العمل على تعظيم العائد فى ظل أقل درجة من المخاطرة ؛ وعلى المستثمر أن يضع فى حسبانه المخاطر المنتظمة التى قد تنتج عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام ولا يقتصر تأثيرها على صنف محدد من الأوراق المالية ، كتلك المتعلقة بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية فى الدولة ، والتى تؤثر فى كل الأوراق المعروضة بالسوق ولكن بدرجات متفاوتة حسب وضع النشاط الناتجة عنه أو المنتمية إليه ، كمخاطر السوق ومخاطر تغيرات سعر الصرف وسعر العملة ومخاطر معدلات الفائدة، علاوة على ذلك فإن هناك مخاطر غير منتظمة لابد أن تؤخذ أيضا فى الحسبان ، وهى تلك المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة محددة، أو قطاع معين وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة عن النشاط الاقتصادي ككل ، وعادة يتم تفاديها عن طرق تنويع المحفظة الإستثمارية ليتجنب المستثمر مثل هذه المخاطر ،كمخاطر الأخطاء الإدارية ومخاطر الصناعة . كما ولابد من التحسب للمخاطر المحتملة وذلك نتيجة لظروف عدم اليقين من تحقق العائد المتوقع وفقا لطبيعة وحجم الإستثمار ، ولهذا من الضرورى دراستها و التحوط منها والإستعداد لتحمل نتائج حدوثها ، وعادة نجد قدامى المستثمرين على إستعداد لتقبل أعلى مستوى من المخاطر، بل قد يبحثون عنها لاعتقادهم بأن المخاطر العالية ترتبط بالعائد المرتفع ، أما المستثمرين الجدد فيجتنبون المخاطر إذ أن درجة استعدادهم لتحمل نتائجها ضعيفة للغاية ، وفيما بين هاتين الفئتين

نجد المستثمرين المحافظين الذين يقفون فى الحياد فى منطقة وسطى بين الفئتين السابقتين. ويتأثر القرار الإستثمارى حسب نظرة المستثمر لعناصر الربحية و السيولة والأمان ، فالمستثمر المتحفظ يعطي عنصر الأمان الأولوية القصوى ، أما المستثمر المضارب فيكون جل تركيزه على عنصر الربحية والعائد المتوقع ، وفيما بينهما نجد المستثمر المتوازن الذي يوائم بين العائد والمخاطرة عند إتخاذ قراره الإستثمارى، وعند إتخاذ القرار الإستثمارى لابد من من دراسة كافة الفرص البديلة بعد تحديد الهدف من العملية الإستثمارية مع ضرورة الإهتمام بتوزيع المخاطر من خلال عملية التنويع وإختيار المجال الاستثماري المناسب للمستثمر ولظروفة الإستثمارية ، فقد يكون من الأجدى للمستثمر أن يودع أمواله فى مصرف تجارى أو إستثمارى إن كان معدل الفائدة أعلى من العائد المتوقع من الإستثمار المباشر فى الأوراق المالية أو حتى الأنشطة الإقتصادية للعلاقة العكسية المعروفة بين معدل الفائدة وحجم الإستثمار.

أ سوق المال والإستثمار الأجنبى:

تقوم الأسواق المالية بتوفير التمويل اللازم لإنشاء المشروعات الإستثمارية الجديدة أو للتوسع فى المشروعات القائمة ، أو حتى لسد العجز فى موازنة الدولة والمساهمة فى تمويل مشروعات التنمية الإقتصادية والإجتماعية أو فى تنفيذ عمليات الخصخصة ببيع مؤسسات القطاع الحكومى للجمهور ،وبالتالى فإن هذا النشاط يصب فى مصلحة الدول لتحقيق التنمية الاقتصادية والإجتماعية ، إلى جانب ما يقوم به الجهاز المصرفى وما يوفره رأس المال الوطنى . إلا أن الأسواق لايقف دورها عند ذلك فحسب بل قد يستقطب السوق الإستثمارات الخارجية من خلال عمليات تداول الأجانب فى السوق والذى يعطى مؤشرا جيدا لمستوى الإستقرار الإقتصادى للدولة ويشجع أيضا تدفق الإستثمار المباشر وقد يرفع من سعر صرف العملة المحلية الذى سينعكس إيجابا على معدلات النمؤ (إن لم يؤثر ذلك على القدرة التنافسية لصادرات الدولة) ومن الضرورى أن توضع الضوابط اللازمة لحماية الإقتصاد من المضاربات الضارة ودخول التدفقات النقدية الساخنة و لتفادى استخدام السوق كمدخل لمخاطر دخول الأموال

القذرة (عمليات غسل الأموال) فلابد من المواءمة بين حرية السوق ومصلحة الإقتصاد الوطنى خصوصا فى الدول النامية والأسواق الناشئة دون إفراط أو تفريط لتفادى الأزمات المالية التى قد يخلقها عدم تنظيم السوق المالى . ولهذا نجد أن تشريعات بعض الدول لاتمنح المستثمر فى الأوراق المالية حق المشاركة فى إدارة المشروع أو الرقابة عليه لهذا نجدها تضع بعض القيود على نسبة حجم الأوراق المالية المشتراة بواسطة المستثمر الأجنبى مباشرة من السوق فى حدود ١٠٪ فى معظم هذه البلدان بعد أن إتعظت مما حدث فى تسعينيات القرن العشرين نتيجة لأزمة المكسيك وأزمة النمور الآسيوية التى تأثرت بها دول جنوب شرق آسيا، كإندونيسيا و كوريا الجنوبية وتايلاند و ماليزيا والفيليبين ، حيث سجل التدفق خارجى لراس المال نتيجة لهذه الأزمة ما تجاوز ١٢ مليار دولار، تمثل آنذاك حوالى ١٠٪ من مجموع الناتج المحلي الإجمالي للدول الخمس. ويمكن للمستثمر الأجنبى وللدولة أن يتجنبا مخاطر بعضهما البعض عن طريق قيام السوق المحلى بإدراج بعض أوراقه المالية بسوق دولى او إقليمى (خارج الدولة الأم) وفقا لشروط يتفق عليها تضمن حقوق كآفة الأطراف ، كما ويمكن للدول أن تنفذ برامج خصخصة المشروعات الحكومية عن طريق تحويلها الى شركات مساهمة عامة وإدراجها فى السوق ومن ثم فتح التداول فيها للمستثمرين الأجانب مما يسهل هذه العملية ويمكن من إستقطاب موارد نقد أجنبى للدولة عن طريق بيع نصيبها من الأسهم للمستثمرين الأجانب فى إطار قانونى يتسم بالشفافية ، ويمكن المستثمر من تقليل حجم المخاطر من خلال تنويع محفظته الإستثمارية عن طريق شراء عدة أوراق مالية دولية . وفى كل الأحوال على الدولة أن تحتاط لتفادى حالة الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية من خلال تقديم التسهيلات اللازمة لتشجيعها على البقاء والخروج السلس دون التأثير على السوق،بحيث لاتخطط الدولة أبدا لجذب الأموال الساخنة من خلال وجود اختلالات في السوق أو خطأ في السياسات يؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية ، أو بإحداث تغيير مفاجئ فى السياسات الضريبية يسبب صدمة سلبية للمستثمر (كما حدث للبورصة المصرية فى عام ٢٠١٤م عنما فرضت

ضريبة مفاجئة على التعاملات بالبورصة ، بالرغم من إجراء عمليات علاجية عليها إلا أن تأثيرها كان بالغا وقتها) بجانب تفادى التقلبات السياسية والإقتصادية التى قد تؤثر سلبيا على تملك المستثمرين الأجانب للأصول المالية المحلية ، ومن ثم سيسعون للتخارج منها بالبيع ولو بأبخس الأثمان مما يؤدى الى تدهور أسعار الأصول العقارية والمالية وإضطراب سوق المال وفقدان ثقة المستثمرين الأجانب فيه ، كما سيتم إستنزاف الإحتياطيات القومية من العملات الصعبة بسبب التحويلات إلى الخارج مما يؤدى الى إنخفاض سعر صرف العملة المحلية وتزايد العجز في ميزان المدفوعات ،خاصة إذا حاولت السلطات النقدية أن تدافع عن سعر الصرف وتديره بالوسائل الإدارية وحدها فى ظل هذه الضغوط دون الإعتماد على آليات السوق .

أدوات الإستثمار فى الأسواق المالية :

الإستثمار بمعناه الواسع ، هو عباره عن العملية التى يتم فيها القيام بالتضحية بشئ له قيمة محسوبة حاليا، من أجل الحصول على منفعة لاحقة . فالاستثمار يمكن أن يكون فى أى شئ من الموجودات الحقيقية كالأراضى والمصانع وحتى رعاية وتعليم الأجيال لخدمة أهلهم ووطنهم .

غير أن الإستثمار المالى فى الأسواق المالية يعنى إستخدام الموارد المالية المتوفرة حاليا ،فى موجودات مالية مع توقع الحصول على منافع مستقبلية. كأن يشتري أحدالمستثمرين أسهما أو صكوكا على أمل أن تكون العوائد المستقبلية منها كافية لتبرير التضحية بها فى الوقت الحالى. فالاستثمارفى سوق الأوراق المالية هو عبارة عن شراء حصة في رأس مال شركة من شركات المساهمة العامة أوالصناديق الاستثمارية ممثلة بأسهم أو صكوك او سندات تعطي مالكها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين واللوائح والضوابط المنظمة للاستثمار في الأوراق المالية ، و يتم الأستثمار فى الأسواق المالية من خلال أدوات الأستثمار المتاحة بهذه الأسواق والتى تشمل ثلاثة أنواع رئيسيه هى أدوات الملكية وأدوات الدين (بمافيها الصكوك الإسلامية) .

وأدوات مختلطة مركبة من النوعين السابقين.

أولا : أدوات الملكية :

تقوم شركات المساهمة العامة باصدار الأسهم لجمهور المكتتبين بغرض حصولها على رأس مال لتمويل أنشطتها المختلفة ، وعند شراء المستثمر لأى عدد من هذه الأسهم يكون قد تملك جزءا من رأس مال الشركة وبالتالى يتحصل على حقوق مالية وإدارية فى الشركة ، لهذا فتسمى الأسهم بأدوات الملكية ، وهى تصدر إما على شكل أسهم عادية أو أسهم ممتازة ، فالسهم العادي هو عبارة عن مستند ملكية يمثل حصة في رأسمال شركة المساهمة العامة المُصدرة له ، أما السهم الممتاز فهو عبارة عن وثيقة إثبات ملكية في الشركة. وللسهم قيمة إسمية هي القيمة المدونة على وثيقة السهم نفسه، كما أن له قيمة سوقية هى القيمة التي يتم تداول السهم بها فى سوق الأوراق المالية ، و يعتمد تحديد قيمة السهم فى البورصة على القيمة السوقية للشركة ، والتي تتأثر بصافى قيمة التدفقات النقدية المتوقعة للشركة ، ومعدل خصم هذه التدفقات المتوقعة الذى يتأثر بمعدل الفائدة الحقيقي ومعدل التضخم السائد وبمعدل العائد التعويضى عن مخاطر الاستثمار، الذي كان فى إمكان المستثمر أن يحققه لو أنه إحتفظ بأمواله دون أن يعرضها لإى مخاطرة ، والسهم الممتاز له أيضا قيمة دفترية تتمثل في حاصل قسمة القيمة الاسمية وعلاوة الإصدار للأسهم الممتازة على عدد الأسهم الممتازة المُصدرة، وفي معظم الأحيان فإن الأسهم الممتازة كالأسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق معين، إلا أن بعض الشركات ينص قانونها الأساسي على منح الإدارة الحق في استدعاء الأسهم الممتازة في تاريخ لاحق ،كما أن حامل السهم الممتاز لا يحق له الحصول على نسبة من الاحتياطات والأرباح المحتجزة ، غير أن المستثمرين فى الأسهم الممتازة يتمتعون ببعض من المزايا والحقوق التى لاتنطبق على حملة الأسهم العادية فالمستثمرين من حملة الأسهم الممتازة يتمتعون بمعدل عائد دورى شبه مستقر ، كما أنه عند تصفية الشركة تعطي الأولوية لحملة الأسهم الممتازه على حملة الأسهم العادية فى الحصول على القيمة (هذه المزايا تتعارض مع بعض قواعد الشريعة الإسلامية) إلا أن هذه المزايا تحمل فى طياتها بعض

المخاطر لحملة الأسهم الممتازة ، فمعدل العائد المحدد مسبقًا دون ربطه بصافي الدخل المتوقع فيه جهالة وغرر ، ولهذا نجد أن سعر السهم الممتاز قد يتقلب كثيرا وبشدة خصوصا عندما لا يوجد التزام قانوني لدفع العائد للسهم الممتاز ، حيث يتوقف ذلك على توفر صافي الدخل، وقرار إدارى بتوزيعه ، مع شرط توفر السيولة اللازمة ، وقد يتم تفادى بعض هذه المخاطر بإصدار أسهم ممتازة تسمى الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح ، بحيث تحفظ للمستثمر حقه فى الحصول على نصيبه من الربح فى سنة قادمة فى حالة عدم كفاية الأرباح في سنة ما ، ويتم ترحيل النصيب المستحق سنويا بالتجميع ليدفع لاحقا دون أن يسقط مهما طال أمده ، بخلاف الأسهم غير المجمعة للأرباح ، والتى تعنى أن عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات المستحقة على حملة الأسهم الممتازة يؤدي إلى سقوط حق المطالبة بها.كما أن هناك الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح وغير المشاركة في الأرباح ،فالأولى يتم عادة تحديد حد أدنى لأرباحها السنوية وبمعدل معين مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى، بينما تستحق الثانية أرباحا سنوية ثابتة بغض النظر عن الأرباح الفعلية المحققه.كما أن هناك مايسمى بالأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء التي يحق للشركة ردها، بالرغم من عدم وجود تاريخ استحقاق لها، ويتم إستردادها بإستدعائها وفقًا لنص صريح يجب أن يكون واضحا فى عقد الإصدار – نشرة الإصدار أو الاكتتاب (قد تدفع علاوة إضافية على القيمة الاسمية للأسهم تسمى بعلاوة الاستدعاء) كما يمكن استردادها إما عن طريق تكوين صندوق خاص لإطفاء الأسهم الممتازة أو بالشراء المباشر من سوق الأوراق المالية.

ثانيا : أدوات الدين والصكوك الإسلامية :

تتمثل هذه الأدوات فى السندات التي تعطي لحاملها الحق في الحصول علي ارباح دوريه ثابتة مع استرداد قيمتها عند حلول آجالها، وكذلك الصكوك الإسلامية التى تعطى أرباحا وفقا للصيغة الشرعية المستخدمه بالنسبة للصكوك (التى قد تكون ثابتة فى حالة صكوك الإيجارة مثلا) والصكوك لايجوزأن يطلق عليها دينا إلا من قبيل المجاز فقط ، إذ أن معظم صيغها صيغ بيوع وليست صيغ ديون وإذا كان الصك يمثل دينا فى ذمة مصدره

فهو لايمثل ورقة مالية إسلامية ولايجوز إصداره ولاتداوله ولايستحل عائده . أما السند فهوعبار ة عن قرض يمثل دينًا على الجهة المُصدرة له سواء كانت جهة سيادية كوزارة المالية والبنك المركزى ، أو شركة خاصة ، وبشراء المستثمر للسند يستحق عائدا دوريا محددا فى مواعيد ثابته كل ثلاثة أو ستة أشهر أو سنة ، علاوة على حقه فى استرداد قيمته عند حلول موعد الاستحقاق، ومن المعلوم أن حامل السند ليس له حقوق ملكية فى الشركة كالمؤسسين وحملة الأسهم . قد يصدر السند بقيمته الاسمية أو بخصم إصدار لإستقطاب أكبر عدد من المشترين ،حيث تحسب لهم الفوائد الدورية على القيمة الاسمية والتي تزيد عن قيمة الإصدار بسبب خصم الإصدار، علاوة على استرجاع القيمة الاسمية الكاملة في تاريخ الاستحقاق أي أكثر من المبلغ الذى تم الشراء به. كما قد يصدر بعلاوة إصدار للشركات ذات الملاءه الماليه القوية. أما سعر السند السوقى فيتحدد أثناء عمليات التداول فى السوق المالى وفقا لقواعد قوى العرض والطلب ومعدلات الفائدة والتضخم وعدد الدفعات المتبقية من الفوائد والفترة المتبقية لاستحقاق قيمة السند. بالرغم من أن المستثمرين يفضلون السندات لتميزها بأنها أداة أستثمار آمنة تدر دخلا دوريا دائما ، إلا أنهم بلا شك يتعرضون لمخاطر الإستثمارفى السندات المعروفة ، كالمخاطر الإئتمانية التى قد تنتج من عدم قدرة الجهة المصدره على سداد العوائد والأصل بالأخص أن لم تكن جهة سيادية، وكذلك مخاطر السيوله فى السوق بجانب مخاطر التسعير .

أما الصكوك فهى تقوم على فلسفة الإستثمار وليس على فلسفة الدين وتمثل حصة شائعة فى أصول تدر دخلا وهذا ما يميزها عن السندات الربوية ، حيث تصدر الصكوك ويتم تداولها وفقا للضوابط الشرعية التى تحظر تداول الصكوك التى تكون غلبتها ديونا حيث ينص المعيار الشرعى رقم (١٧) لصكوك الإستثمار ، على عدم جواز تداول صكوك السلم وصكوك المرابحة بعد تسليم البضاعة للمشترى (على أنه يجوز التداول بعد الشراء وقبل البيع لأنها ليست ديونا فى هذه المرحلة) كما لايجوز تداول صكوك الإستصناع إلا إذا تحولت النقود الى أعيان مملوكة لحملة الصكوك فى مدة

الإستصناع ، وأيضا لايجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة بالذمة قبل تعيين العين التى تستوفى منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف بالديون. و يلاحظ أن السندات تتميز ببعض الخصائص التى تفرق بينها وبين الصكوك بشكل واضح حيث أن السند ورقة مالية طويلة الأجل قابلة للتداول و تمثل ديناً على الشركة فى كل الأحوال واجب السداد بحيث يعطى حملة السندات فى عدد من البلدان أولوية على حملة الاسهم في استيفاء قيمة السندات من أموال الشركة عند تصفيتها أو إفلاسها ، ويستحق حامل السند عوائد دورية لاترتبط بالموقف المالى للشركة المصدرة له سواء كانت رابحه أوخاسرة ويجوز أن يشترط حملة السندات نسبة مئوية من الارباح بالاضافة الى الفائدة الثابتة ويسمى السند في هذه الحالة السند المشارك فى الأرباح إلا أن حملة السندات لايشاركون في الجمعيات العمومية للمساهمين كما ولا يكون لقراراتها أي تأثير عليهم ولاتستطيع أن تعدل التعاقد الذي يربطهم بالشركة ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد ولا نسبتها ، إلا أنه يجوز تحول السند الى أسهم إذا نص على ذلك صراحة فى نشرة الإصدار ، ولصاحب السند الخيار بين قبول التحويل أو قبض القيمة الإسمية للسند. بالطبع لايتم التعامل بالسندات التقليدية فى أسواق المال التى تتعامل وفقا لضوابط الشريعة الإسلامية كسوق الخرطوم للأوراق المالية.

ثالثا : أدوات مركبة :

وهي عبارة عن صكوك أو شهادات تصدر بوسطة جهة مرخص لها من سوق الأوراق المالية كشركات الوساطة التى تقوم بإصدارها من من مزيج مركب من الأسهم والصكوك المختلفة ، كأن يتم إنشاء صندوق إستثمارى أو محفظة من مجموعة أوراق مالية لعدة جهات منها الخاصة والحكومية ، ومن ثم يتم تداول شهادات أو صكوك هذا الصندوق فى سوق المال. يوجد بسوق الخرطوم للأوراق المالية عدد خمسة صناديق إستثمارية يتم التداول فيها خلال العام ٢٠١٥م أصدرت من قبل شركات الوساطة الخولة، وتشتمل مكونات هذه الصناديق على خليط من الصكوك الحكومية والأسهم خصوصا أسهم شركة الإتصالات السودانية (سوداتيل) ويتحدد نوع الصندوق

الإستثمارى حسب الغرض المنشأ لأجله لتوظيف الاستثمارات بعد جمع الأموال المكتتب بها ، وتعتبر صناديق الاستثمار في الأوراق المالية Equity Fundsهى الأكثر شيوعا، غير أن من الصناديق المشهورة عالميا نجد صناديق الاستثمار العقاري Real Estate Fundsو صناديق الاستثمار الواعد Venture Capital Funds و صناديق الاستثمار لاقتناء الشركاتAcquisition Funds و كذلك صندوق الاستثمار في السلع والعملاتCommodities Fund

الفصل الثانى

مؤشرات الاسواق المالية وانواعها

يمثل سوق المال المرآة التى تعكس الحالة الإقتصادية العامة للدولة ، ويعتبر مؤشر أسعار الأوراق المالية واحد من أهم أدوات التنبؤ بهذه الحالة وقراءة الوضع الإقتصادى المتوقع للدولة ، وتعود فكرة صياغة مؤشر أداء الأسواق الى الإقتصادى الناشر شارلز هنرى داو وشريكه إدوارد جونز ، حيث أسسا شركة داو جونز فى عام ١٨٨٢م بغرض إصدار الدوريات ونشر الأخبار المالية ؛ ثم أصدرا جريدة وول إستريت فى ١٨٨٩م بعد أن صدر مؤشر" داوجونز" فى عام ١٨٨٤م لقياس تحركات البورصة فى الأجل القريب . أما مؤشر "فايناشيال تايمز ٣٠" فقد ظهر فى عام ١٩٣٥م، و بعد تطور الأسواق ودخول التقنيات الحديثة والحاسبات الإلكترونية تعددت المؤشرات لتعدد أغراضها ، فهناك مؤشرات تشمل كآفة الأسهم المدرجة بالسوق ، وأخرى خاصة بأسهم قطاع معين من الشركات المدرجة . أما بالنسبة لإمكانية تداول هذه المؤشرات ، فهناك مؤشرات متداوله فى بورصات خاصة بها مثل بورصة كنساس سيتى التى أفتتحت فى سنة ١٩٨٢م حيث يتم تداول مؤشرات كمؤشر "ناسداك مائة" و "نكى ٢٢٥ " مثلها ومثل أى ورقة مالية، كما أن هناك مؤشرات لايتم تداولها فى البورصات كمؤشر داو جونز أعلاه.

الآن أصبحت للمؤشرات أهمية خاصة عند كثير من المهتمين بالشأن المالى سواء مستثمرين أو منظمات دولية أو جهات حكومية أو أكاديميين ودارسين بغرض إستخدامها فى تحليلاتهم المالية وتنبؤاتهم المستقبلية ، **ومن أبرز هذه الإستخدامات مايلى:**

- إستخدامها للتنبؤ بالمستقبل الإقتصادى للدولة وفقا لحركة أسعار الأسهم بالسوق.
- إستخدامها للحد من مخاطر التداول ، خصوصا المخاطر المنتظمة المرتبطة بمعدلات العائد.

- إستخدامها للتنبؤ بالوضع المستقبلى للسوق نفسه.
- إستخدامها بغرض معرفة الأداء العام للصناديق والمحافظ الإستثمارية.
- إستخدامها للحكم على أداء المديرين المحترفين ، فالمدير الذى تحقق محفظتة عائدا أعلى من العائد المتوسط للسوق يمكن الحكم بجودة أدائة.
- إستخدامها فى العمليات الآجلة ، حيث يقوم المستثمر بشراء عقود يلتزم بواسطتها بيع أو شراء للمؤشر المحدد فى فترة قادمة بسعر محدد مسبقا ، بحيث يكون مقدار الربح أو الخسارة بالنسبة له هى الفرق بين سعر المؤشر الذى دفعه وسعره عند وقت الإستحقاق.

المؤشر العام:

لكل بورصة من بورصات الأوراق المالية مؤشر يقاس به الأداء العام لها وذلك بجانب مؤشرات الأداء التفصيلية مثل عدد الشركات المدرجة والقيمة السوقية (رأس المال السوقى)لها وعدد أسهمها ومتوسط حجم التداول وعدد الصفقات والى غيرذلك من من المؤشرات التحليلية. ويحسب مؤشر السوق العام بطريقة معينة فى كل سوق وفقا لعدد الشركات الموجودة ونوعيتها . فمؤشر داوجونز بالولايات المتحدة يحتوي على ثلاثين ورقة مالية تمثل ٣٠ ٪ من بورصة نيويورك ، أما مؤشر "ستاندرد اند بور ٥٠٠ " (S&P 500) فيحتوي على خمسمائة ورقة مالية تمثل ٨٠ ٪ من القيمة السوقية للاسهم المتداولة في بورصة نيويورك (٤٠٠ شركة صناعية ، ٤٠ شركة منافع عامة ، ٢٠ شركة نقل ، ٤٠ شركة في مجال المال والبنوك والتأمين) كما يوجد مؤشران آخران لها هما "S&P100 " و"S&P 400 " والرقم بجانب المؤشر عادة يعنى عدد الشركات التى تدخل فى حسابه .أما فرنسا فقد إشتهرت بمؤشر كاك٤٠(CAC٤٠) الذى يتكون من اربعين ورقة مالية للشركات الاكثر اهمية في بورصة باريس ، مثلما أشتهرت المانيا بمؤشر "داكسDAX " الذى يتكون من ثلاثين ورقة مالية تمثل ٧٠٪ من رأس المال السوقى للبورصة . كما يمثل مؤشر(FT-30) ذى الثلاثين ورقة المؤشر الأهم فى بورصة لندن بجانب مؤشرها الأكثر شهرة FTSE-100 الذى يمثل ٧٠٪ من رأس مال

البورصة ويحوى مائة ورقة مالية . أما مؤشر نيكى Nikkei فيحتوي على ٢٢٥ ورقة مالية تمثل حوالي ٧٠ ٪ من رأس مال بورصة طوكيو . أما سوق الخرطوم للأوراق المالية فقد اعتمد فى حساب مؤشره على ثلاثين شركة وسمى "مؤشر الخرطوم ٣٠ " (KSE30) وبالطبع توجد مؤشرات لمعظم الأسواق العربية، فلبورصة مصر (CMA) وللبحرين (BSE) والكويت (KSE) ولفلسطين (AL-QUDS) وبالاردن (ASE) وللمغرب (MASI) السعودية (NCFEI)و لقطر (CBQ) الاما ا رت (NBAD) ولتونس (BVM) أما ببورصة عمان فيطلق عليه (MSM) .

مؤشرات مستوى الأداء:

لقياس مستوى أداء الأسواق المالية ، لابد للمستثمرين والمحللين الماليين من دراسة مؤشرات الإقتصاد الكلى بالدولة وإتجاهات السياسة المالية والنقدية ، إذ أن أسعار الأسهم والسندات والصكوك في السوق الثانوى قد تتأثر بالمؤشرات الاقتصادية للدولة التي تعكس بدورها مدى واقعية الأسعار السائدة فى السوق ،فان كانت الدولة تتوقع صرف كبير على التنمية مثلا ، فمن المتوقع حدوث ارتفاع عام فى الأسعار ولربما ارتفاع معدل التضخم .كما أن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع قد يضعف أداء سوق المال بتوجه المستثمرين نحو إبقاء مدخراتهم كودائع بالبنوك . **وفى هذا الصدد يوجد العديد من المؤشرات الى يتم بواسطتها قياس مستوى أداء الأسواق المالية والتى من اهمها مايلى:**

١- مؤشرمعدل القيمة السوقية:

القيمة السوقية هى عبارة عن مجموع قيمة راس مال الشركات المدرجة بالسوق، وتحسب قيمة المؤشر من خلال نسبة القيمة السوقية للأسهم المحلية المدرجة في السوق المالي للدولة المعنية، الى الناتج المحلي الاجمالي لهذه الدولة . ويستخدم هذا المؤشر لقياس حجم العرض الكلى بالسوق ، وبالتالى فهو يقيس مقدرة الدولة فى التأثير على تحركات روؤس الأموال وتنويع المخاطر على المستوى الاقتصادي الكلي من خلال السياسات المالية والنقدية والضرائبية التى تشجع إنشاء شركات المساهمة العامة وإدراجها بالسوق المالى.

٢- مؤشرالسيولة :

يعتبر مؤشر السيولة أهم مؤشرات السوق والذى يخدم وظيفة السوق الأساسية المتعلقة بتسهيل عمليات التداول والتخارج من الأوراق المالية باسرع ما يمكن ، ويوجد عدد من المؤشرات التى تقيس درجة سيولة السوق ، إلا أن مؤشر القيمة الكلية المتبادلة ومؤشرمعدل الدوران يعتبران الأكثر شيوعا. فمن خلال قسمة نسبة القيمة الكلية للأسهم المحلية التي يتم تبادلها في السوق على الناتج المحلي الاجمالي خلال فترة زمنية محددة نحصل على مؤشر معدل القيمة الكلية المتبادلة ، وبقسمة البسط نفسه على متوسط القيمة السوقية لتلك الفترة نحصل على معدل دوران السهم .

٣- المؤشر العام لأسعار الاسهم :

يستخدم هذا المؤشر للتعرف على الاتجاهات السوقية وحركة الاسعار ككل، فهو يستخدم كمقياس للحركة العامة في السوق، بحيث يتم قياسه من مجموعة من الأوراق المالية التى تمثل كآفة قطاعات السوق ، وبالتالى فإن إرتفاعه أو إنخفاضه بالضرورة يعنى إرتفاع أو إنخفاض فى السوق ككل.وعادة يقوم السوق نفسه فى كثير من الحالات بحساب هذا المؤشر ونشره بموقعه الإلكترونى.

٤- مؤشر حجم التداول:

وهو يمثل قيمة الأسهم التى يتم تداولها في السوق خلال فترة زمنية معينةبمختلف الأسعار ، ومن خلاله يمكن دراسة إحتمالات هبوط أو صعود السوق خلال المستقيل القريب.

٥- مؤشر عدد الشركات:

يقصد به عدد الشركات المدرجة في السوق المالي ويستخدم هذا المؤشر للتعرف على مستوى حجم السوق من ناحية كبره وصغره ،بالتزامن مع مؤشر القيمة السوقية ، إذ قد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق كبيرا ولكن اجمالى قيمتها السوقية صغيرا أو العكس .

مؤشر صندوق النقد العربي لإداء الأسواق المالية العربية[٢٠] :

أولى صندوق النقد العربي منذ إنشائه أهمية خاصة للمساهمة في تطوير أسواق الأوراق المالية في الدول العربية ، استناداً إلى ما أملته اتفاقية إنشائه من مسؤوليات في هذا المجال، وانطلاقاً من الدور الهام الذي تلعبه هذه الأسواق في حشد المدخرات وتوجيهها لمجالات الاستثمار المتنوعة وتوفير مصادر التمويل للمشروعات الاقتصادية المختلفة. **ولتحقيق ذلك، سعى الصندوق لبذل الجهود على عدة محاور.**

يتعلق **المحور الأول** بالمعلومات والبيانات المتعلقة بأنشطة هذه الأسواق. ففي هذا المجال، ونظراً لندرة البيانات وعدم رواج المعلومات الوافية عن أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، أنشأ الصندوق قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية لتقوم بجمع المعلومات والبيانات الرسمية والموثوقة عن أوضاع ونشاطات هذه الأسواق، ومعالجتها بصورة منسقة وعلمية، وإعداد مؤشرات أدائها باستخدام منهجية موحدة ثم نشرها بصورة دورية ومنتظمة. وعلى الرغم من أن العديد من المؤسسات العاملة على إدارة هذه الأسواق تصدر نشرات دورية قيمة، إلا أن بعض هذه النشرات محدودة التوزيع ولا يمكن مقارنة البيانات الواردة فيها، سواء فيما بينها أو مع مثيلاتها في الأسواق المالية الناشئة أو المتطورة. **وفي ضوء ذلك، عمل الصندوق على إنشاء القاعدة لتحقيق مجموعة من الأهداف، أهمها :**

المساعدة على تنمية الوعي الاستثماري العربي، والإعلام بنشاط أسواق الأوراق المالية العربية، وإبراز دورها كمورد لتمويل المشروعات الإنتاجية، ومجال لاستثمار المدخرات، وكذلك بصفتها آلية فعالة لعمليات تخصيص المشروعات المملوكة من قبل الحكومات ومؤسسات القطاع العام.

ضمان استمرارية النشر وتدفق المعلومات عن أوضاع ونشاط هذه الأسواق بصورة دورية ومنتظمة، وذلك بعد إعدادها على أسس موحدة لتيسير المقارنة بينها مع إجراء

---

[٢٠]- الموقع الإلكترونى لصندوق النقد العربى (منقول)

التحليلات المالية اللازمة واحتساب المؤشرات التي تبين اتجاهات التداول والأسعار في كل منها.

ولقد انطلقت القاعدة في بداية عام ١٩٩٥ بالتعاون مع ستة من أسواق الأوراق المالية في الدول العربية وهي الأسواق في الأردن والبحرين وتونس وسلطنة عُمان والكويت والمغرب، ثم انضمت إليها الأسواق في السعودية ولبنان ومصر. وخلال الربع الأول من عام ٢٠٠٢ انضمت إلى القاعدة الأسواق في كل من أبو ظبي ودبي وقطر. ومنذ ذلك الوقت، استمر الصندوق في إصدار النشرة الفصلية حول التطورات في الأسواق العربية المشاركة في القاعدة، والتي تشمل تحليلات لأنشطة هذه الأسواق خلال الفترة المعنية وكذلك التطورات الاقتصادية ذات العلاقة بأنشطة هذه الأسواق. وفي سبيل التعريف بأسواق الأوراق المالية العربية المشاركة بصورة أكبر، تضمنت النشرة منذ صدور عددها الأول، فصلاً خاصاً عن أحد هذه الأسواق يتناول نشأته وتطوره بما في ذلك المعلومات التي تتعلق بإجراءات الاستثمار في الأوراق المتداولة فيه لتكون بمثابة دليل للمستثمرين. وبعد استكمال هذه الفصول حول الأسواق المشاركة أصدر الصندوق عدداً خاصاً حول هذه الأسواق.

أما **المحور الثاني**، فيتعلق بالأبحاث والدراسات والمسوحات الميدانية للأسواق المالية العربية للتعرف على أوضاعها والخروج بتوصيات عملية لتطويرها وزيادة التنسيق فيما بينها. وفي هذا الصدد، أجرى الصندوق بالتعاون مع بعض المؤسسات والخبرات العربية والأجنبية دراسات ومسوحات ميدانية في معظم الدول الأعضاء تم عرض نتائجها على الدول المعنية في حينه.

ويقوم الصندوق بإعداد الدراسات والأبحاث حول التطورات في هذه الأسواق بصورة مستمرة، كما يعمل على تنظيم والمشاركة في الندوات والمؤتمرات المتعلقة بها وذلك من أجل زيادة الوعي بأهمية دور هذه الأسواق والبحث عن سبل تطويرها بما يتماشى مع المستجدات مع التغيرات المتواصلة في بيئة عملها.

أما **المحور الأخير** من برنامج عمل الصندوق في مجال الأسواق المالية العربية، فيتعلق بتوفير المعونة الفنية اللازمة للدول الأعضاء لإنشاء وتطوير أسواقها المالية. ويأتي هذا الاهتمام ضمن برنامج تسهيل التصحيح الهيكلي الجديد الذي أقره مجلس محافظي الصندوق في عام ١٩٩٧، بهدف توفير الدعم المالي والفني للدول الأعضاء ومساعدتها في ترسيخ وتعزيز مقومات الاستقرار الاقتصادي الكلي والانتقال إلى مرحلة متقدمة في مسيرة التصحيح الاقتصادي التي تتطلب تعميق وتعزيز الإصلاحات الهيكلية في القطاع المالي والمصرفي وقطاع مالية الحكومة.

و يقوم صندوق النقد العربي باحتساب مؤشر مركب يقيس أداء الأسواق المالية العربية مجتمعة. كما يقوم الصندوق باحتساب مؤشر خاص بكل سوق. وهذه المؤشرات مرجحة بالقيمة السوقية باستخدام رقم باش المتسلسل. وتحتسب الأسعار بالدولار الأمريكي في نهاية الفترة. ويتم قياس التغير في قيمة المكونات، معدلة لاستيعاب التغيرات في القيمة السوقية الناتجة عن إضافة أو حذف أسهم من المؤشر.

الصيغة الرياضية لحساب المؤشر:

تستند الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل. والصيغة العامة للمؤشر هي: عندما تكون ١ < i.

$X_i = (B_i / M_i) * ١٠٠$

$B_i = B_{i-1} * M_i / M_{ad}$

عندما تكون i=١

$X_i = ١٠٠$

$B_i = M_i$

حيث:

X_i = المؤشر عند الفترة i

B_i = القيمة السوقية عند فترة الأساس، أي عندما تكون i = ١ (الفترة الأولى)

M_i= القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة i

M_{ad}=القيمة السوقية المعدلة (تعدل لاستيعاب آثار إضافة أسهم جديدة للمؤشر، أو حقوق الإصدار، أو الإصدارات الجديدة من الأسهم، وحذف الأسهم).

القيمة السوقية(M)

تساوي مجموع القيمة السوقية لكافة الأسهم المدرجة في المؤشر.

والقيمة السوقية لكل سهم: $n_i * P_i$

حيث:

P_i = آخر سعر تم تداول السهم به في الفترة i

n_i = عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة i

القيمة السوقية المعدلة (M_{ad})

يتم تحديد القيمة السوقية المعدلة (M_{ad}) الفترة i بموجب الصيغة التالية:

$$M_{ad}= M_i - I_i - R_i - N_i + Q_{i-1}.$$

حيث:

I_i=القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من الأسهم للفترة i. وتعامل الأسهم الناتجة عن تحويل الأوراق المالية الأخرى معاملة الإصدارات الجديدة.

R_i=القيمة السوقية لحقوق الإصدار عن الفترة i، ويتم احتسابها وفق سعر السوق لكل سهم مضروباً بعدد الأسهم.

N_i=القيمة السوقية لأية أسهم جديدة قد يتم إضافتها إلى المؤشر خلال الفترة i .

Q_{i-1}=القيمة السوقية لأية أسهم في المؤشر في الفترة السابقة والتي تم حذفها خلال الفترة i .ويمكن حذف الأسهم من المؤشر، من خلال دمج الشركات أو إخراجها من قائمة الشركات المدرجة في السوق.

المؤشر لكل دولة (بالدولار الأمريكي) :

تستخدم الصيغ أعلاه لاحتساب مؤشرات صندوق النقد العربي بالعملات المحلية لكل دولة. ويحتسب الصندوق مؤشراته بالدولار الأمريكي بتحويل أسعار السهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي، ومن ثم يتم احتساب المؤشر.

المؤشر المركب:

يشمل مؤشر الصندوق المركب، مؤشرات الأسواق المالية في ثلاثة عشر سوقاً، وهي الأسواق في كل من الأردن، البحرين، تونس، السعودية، عُمان، الكويت، لبنان، مصر، المغرب، أبو ظبي، دبي، قطر وفلسطين. ويعتمد الصندوق في احتساب المؤشر المركب على منهجية احتساب المؤشر لكل دولة على حدة وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول المشاركة في قاعدة البيانات وكأنها لدولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملات المحلية. و يتم اختيار الأسهم المدرجة في عينة المؤشر وفقا للقيمة السوقية للسهم و معدل دوران السهم نفسه مع تصنيف الشركات قطاعياً.

الفصل الثالث

آليات المقاصة والتسوية في

الأسواق المالية

يترتب على إنجاز أى صفقة تحويل ملكية أوراق مالية لجهة وتسلم قيمة الصفقة من الجهة الأخرى ،ويطلق على هذه العملية (التسوية السهمية والمالية) أو عملية المقاصة أو التسوية . وفى الأساس يقصد بعملية المقاصة معالجة عمليات الدفع والتسليم وتحديد حجم التزامات كلا الطرفين (الدائن والمدين) وذلك تمهيدا لعملية التسوية والتى تعنى الدفع الفعلى للنقود والتسلم الفعلى أو الحكمى للورقة المالية، وهاتان العمليتان تتمان فى آن واحد ، وفى العديد من البورصات تتولى عملية التقاص شركة مختصة بهذا الشأن كما تتم فى بعض البورصات من خلال مايسمى (ببنك التسوية) كما هو الشأن فى سوق الخرطوم للأوراق المالية ، حيث تتم بنهاية الجلسة التسوية السهمية والمالية، وفى حالة عجز أى من الطرفين من الوفاء بالتزاماته تجاه الآخر يقوم صندوق ضمان التسويات بالتدخل لاستكمال التسوية بأن يدخل بائعا أو مشتريا حتى تكتمل عملية التسوية ويكون رصيد بنك التسوية بنهاية الجلسة دائما صفر. ويقصد بنظام المقاصة والتسوية للأوراق المالية عملية تحديد الحقوق والالتزامات الناشئة عن عمليات تداول الأوراق المالية وتغطية المراكز المالية الناتجة عن هذه العمليات وما يستتبع ذلك من الخصم والإضافة وفقاً لما تم تنفيذه ، ويهدف نظام المقاصة والتسوية الى إتمام عملية نقل الملكية فى الوقت المحدد من قبل السوق (نفس اليوم أو يومين أو ثلاثة T+0 , T+1, T+2) بغرض الحد من مخاطر عدم إتمام عمليات الإستلام والتسليم السهمى والنقدى ، من خلال تسليم الأوراق المالية المباعة وتسلم القيم النقدية المقابلة لها .

فترات التداول اليومي بسوق الأوراق المالية :

يقسم يوم التداول فى البورصة عادة إلى ثلاث فترات مختلفة ،تخصص كل فترة منها لعمليات محددة بموجب لوائح السوق المعنى ، وفى معظم الأسواق تحدد الفترات على النمط التالى:

الفترة الأولى :

يطلق على هذه الفترة (جلسة ماقبل الافتتاح) وتبدأ عادة فى الصباح بعد فتح السوق أبوابه وتستغرق ساعة أو نصف ساعة حسب حجم السوق وتتميز بأنها تبرزملامح شفافية السوق ؛عن طريق عرض أفضل خمسة مستويات سعريه لكل سهم مدرج مع عدد الأوامر عند كل مستوى سعري والكميات الإجمالية للأوامر. ويجوز للوكيل الوسيط في هذه الفترة أن يقوم بإدخال أوامر جديدة وإلغاء أوتعديل الأوامر القائمة.

الفترة الثانية :

وهى الفترة الرئيسية للتداول والتي تبدأ بتحديد أسعار الافتتاح لكل ورقه ماليه قابلة للتداول في ذلك اليوم ،تتم بعدها عمليات التداول المختلفة على الأوراق المالية المدرجة في السوق ، وبجانب تميز هذه الفترة بشفافية السوق فإنه يتم إستمرار عرض أفضل خمسة مستويات سعريه وعدد الأوامر لها والكميات الإجمالية عند كل مستوى سعري (MBO) مع عرض أفضل عشرة أوامر حسب السعر (MBL)، ويجوز للوكيل فى أثناء هذه الجلسة إدخال أوامر جديدة، أوإلغاء وتعديل الأوامر القائمة ،مع امكانية صيانة الأوامر القائمة.

الفترة الثالثة :

وتمثل الفترة ما بعد التداول وقبل الإغلاق النهائى للبورصة ،وهى تكون قصيرة نسبيا مثل جلسة ما قبل الإفتتاح ويستمر فيها عرض أفضل خمسة مستويات سعريه لكل سهم مدرج وعدد الأوامر عند كل مستوى والكميات الإجمالية للأوامر، و أفضل عشرة أوامر حسب السعر ، مع إمكانية إلغاء الأوامر وتعديل صلاحيتها ، إلا أنه لا يمكن أُثناء هذه

الفترة إدخال أو تعديل أسعار وكميات الأوامر القائمة ، أو إضافة إي أوامر جديدة للشاشة.

هيكل التعامل في سوق الأوراق المالية :

كل مستثمر رشيد يهدف الى تعظيم حجم أرباحه عن طريق إختيار تشكيلة من الأوراق المالية يتفادى فيها المخاطر المحتملة بأعلى مستوى ، ومن المؤكد أن القرار الإستثمارى يحتاج لدراسة العديد من العوامل التى تؤثر فى نجاح الإختيار من البدائل المتاحة ، **والتى من أهمها :**

١. العائد المتوقع :ويمثل حجم الربح الذى يتوقع المستثمر الحصول عليه كنسبة مئوية من رأس المال المستثمر خلال الفترة الزمنية المحددة ، وفى بعض الأحيان يتمثل فى حجم التضحية بجزء من الأرباح أو حتى الخسارة من أجل تفادى مخاطر أو خسائر أكبر.

٢. درجة المخاطر المحتملة: فالإستثمار فى الأوراق المالية مثله و مثل الإستثمار فى أى مشروع أو نشاط إقتصادى معرض لعدة مخاطر كمخاطر السوق ومخاطر الأسعار ومخاطر سعر الصرف ، وبدرجات متفاوتة من إحتمالات وقوعها ، فالأوراق المالية التي تحقق عوائد متساوية ليست بالضرورة لها نفس درجة المخاطر، فلا بد من دراسة المخاطر والإستعانة بكافة المعطيات لإتخاذ القرار الإستثمارى الصحيح بالنسبة لمحفظة المستثمر.

٣. عامل التوقيت الزمنى : على المستثمر أن يكون متابعا لمجريات الأحداث بالسوق والشركات مصدرة الأوراق المالية ويتحين الفرص المناسبة للشراء والبيع أو التخارج ، على أن يأخذ فى إعتباره التوقعات و التطورات المستقبلية الداخلية والخارجية للأسواق والشركات المصدرة للأوراق المالية .

٤- تكلفة الفرصة البديلة: فلا بد للمستثمر الرشيد من دراسة الفرص البديلة ، وعلى سبيل المثال هناك فرصة وضع الأموال كوديعة إستثمارية بالبنوك التجارية أو بنوك الإستثمار وفقا لمؤشرات العائد على الوديعة ، وإرتفاع الثقة الإئتمانية فى البنوك ودرجة ملاءتها المالية التى تمكنها من دفع الأرباح فى مواقيتها المحددة لتوفر السيولة النقدية طرفها بجانب تمتعها بدرجة عالية من الشفافية .

٥- الإلمام بمؤشرات السوق : إن الإلمام بمختلف مؤشرات السوق وغيرها من المؤشرات الإقتصادية ودراستها يعتبر من العوامل الهامة لنجاح الإستثمار فى الأوراق المالية ، فالمؤشرات الإقتصادية ، سواء على مستوى السياسات النقدية أو المالية أو على مستوى المؤشرات القطاعية ، الخاصة بالقطاعات الصناعية و التجارية والزراعية وقطاع الأسواق كلها لها تأثيرات متوقعة على أسعار الأوراق المالية لآبد من أخذها فى الأعتبار عند إتخاذ القرارات الإستثمارية.

أنواع الأوامر و شروط تنفيذها :

أوامر السوق لاتخرج عن كونها إما أوامر شراء أو أوامر بيع و تنقسم الأوامر عموما إلى ثلاثة أنواع رئيسية هى:

١- الأمر المحدد بسعر:

هو الأمر الذى يتم تحديد السعر فية عند إدخاله خلال أى من الفترتين الأولى أوالثانية سواء كان أمر بيع أو شراء ، فإذا تم إدخاله فى الفترة الأولى دون وضع أي شروط و لم يتم تنفيذه عند الافتتاح ،سيتم نقله للفترة الثانية، أما في حال إضافة شرط تنفيذ عند الافتتاح فقط لهذا الأمر، فيتم إلغاء هذا الأمر فى جلسة الافتتاح إذا لم يتم تنفيذه أو نفذ جزئيا فقط.

أما فى الفترة الثانية فيمكن إضافة بعض الخصائص التي تحدد كيفية تنفيذ هذا الأمر ، كأن تضاف خاصية التنفيذ الفوري لأكبر كمية ممكنة من إجمالي كمية الأمر أو الإلغاء الفوري Fill-and- Kill (FAK) وفي حال عدم التنفيذ للأوامر بشكل كلي أو جزئي عند الإدخال فأن كامل الكمية أو الجزء المتبقي منها يتم إلغاؤها تلقائياً ، أو تضاف خاصية التنفيذ أو الإلغاء الفوري Fill-or-kill (FOK) وهي تعنى إما أن يتم تنفيذ كامل الكمية للأمر أو إلغاؤها كاملة، مما يعني عدم إمكانية التنفيذ الجزئي.

٢- أمر سوق:

وهو أمر يوضح الرغبة فى الشراء أو البيع حسب أسعار العرض والطلب السائدة في السوق ، وفقا لمبدأ الحماية السعرية التى يقررها السوق صعوداً أو هبوطاً من

اسعار التنفيذ في السوق (عادة تكون مابين ١٪ الى ٥٪) خلال فترة التداول المستمر. أما في فترة ما قبل الافتتاح فلا تنطبق فيها الحماية السعرية لأمر السوق و لكن يجوز إضافة شروط لمثل هذه الأوامر، حيث يمكن خلال الفترة الأولى اختيار شرط تنفيذ (عند الافتتاح فقط) للأوامر، مما يعني أنه مهما كانت كمية التنفيذ سواء كلي أو جزئي، فان المتبقى من الأمر سيتم إلغاؤه مباشرة، إي أنه سيتم إلغاء الأوامر المدخلة بسعر السوق في مرحلة (ما قبل الافتتاح) في حال لم يتم تداولها ، أما في حال التداول المستمر فأن أمر السوق سيلغى مباشرة إذا لم تكن هناك سوق مقابلة.كما يجوز خلال الفترة الثانية إضافة شرط التنفيذ الفوري لاكبر كمية ممكنة من إجمالي كمية الأمر أو الإلغاء الفوري (FAK) خلال هذه الفترة، أو حتى شرط التنفيذ بالكامل أو الإلغاء الفوري (FOK).

وفى أسواق الفوركس يكون أمر السوق هو أمر البيع أو الشراء لطلب حالي أو عرض سعر، ويشير السعر عادة إلى السعر المعروض الذي يظهر على برنامج التداول، ومن الممكن ان يكون أمر الشراء لصفقه جديده أو اغلاق صفقة بيع موجوده، كما أن من الممكن ان يكون أمر البيع لصفقه جديده أو اغلاق صفقة شراء موجوده.

٣- **الأمر غير المعلن:**

وهو أمر محدد السعر يكون بكميات كبيرة جداً، ولا يظهر في قائمة الأوامر في السوق إلا الجزء المعلن من الكمية، ويبقى الجزء الآخر من كمية الأمر غير معلن، ويشترط أن لا تتجاوز الكمية الإجمالية للأمر رقم معين تحدده ضوابط السوق ، كأن يكون عشرة أضعاف الكمية المعلنة، و يجب فى الفترة الأولى أن تظهر كامل كمية الأمر في السوق حسب الأسعار، أما فى الفترة الثانية فعند تنفيذ الكمية المعلن عنها بالكامل يجب أن يتم إضافة كميات جديدة وبأولوية أخرى جديدة.

حجم الأوامر : الأوامر التي يصدرها الزبائن للوسطاء تكون بكميات وأحجام بفئة المئة سهم فأكثر وتسمى أوامر غير كسرية ، أو تقل عن المائة سهم ويطلق عليها الأوامر غير الكسرية، وعلى الوكيل أو الوسيط أن يتلقى أوامر محددة من الزبون لاتخرج فى العادة عن نطاق **المجموعات الأربع أدناه:**

١ – مجموعة الأوامر المحددة لسعر التنفيذ :

يكون للزبون واحد من خيارين فى هذا النوع من الأوامر لتحديد سعر التنفيذ ، فى الخيار الأول يطلب الزبون من الوسيط تنفيذ الصفقة بأفضل سعر يجري على أساسه التعامل بالسوق وقت استلام الأمر (أمر سوق) وهو يتميز بالسرعة وضمان التنفيذ بسعر الشاشة الأفضل. أما الخيار الثانى فيمكن للزبون أن يشترط سعرا محددا لاتمام الصفقة وقد يضيف معه حد أقصى لموعد التنفيذ ، ويسمى هذا الخيار بخيار (الأوامر المحددة) فمتى ما بلغ سعر السهم في السوق السعر المحدود أو أقل منه في حالة أمر الشراء أو أعلى منه في حالة أمر البيع ينبغي تنفيذ الأمر حالا بغض النظر عن أى توقعات . عليه فإن أشهر الأوامر من حيث تحديد الأسعار نجد:

أ- الأمر المحدد ، وفيه يحدد العميل للوسيط مسبقاً السعر الذى يجب أن يبيع أو يشترى به فيحدد السعر الادنى فى حالة البيع والسعر الأعلى فى حالة الشراء .

ب- أمر السوق ، ولا يحدد فيه الزبون المستثمر للوسيط السعر وإنما يترك له حرية التصرف حيث يقوم الوسيط بدوره بالشراء أو البيع بأفضل الأسعار(ولهذا يطلق عليها أوامر السعر الأفضل) وعادة يفضل الوسيط فى هذه الحالة تنفيذ الأمر عند إستلامه، ويعتبر أمر السوق أكثر الأوامر شيوعاً فى أسواق الأوراق المالية بل إن نسبته قد تصل الى ٨٥٪ من حجم إجمالى الأوامر المنفذة بالسوق خلال اليوم .

ج- الأمر بسعر الإفتتاح : حيث يتم فيه تنفيذ الامر بأول سعر للورقة المطلوبة عند إفتتاح التعامل .

د- الأمر بسعر الإقفال : وفيه يجب تنفيذ الأمر بآخر سعر للورقة المطلوبة قبل إقفال السوق بنصف دقيقة.

هـ الأمر بسعر محدد : وفيه يحدد صاحب الأمر للوسيط السعر المطلوب الشراء أو البيع به.

٢- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

عادة فى مثل هذه الأوامر يكون عامل الزمن هو الذى يوثر فى تنفيذ الأوامر من عدمه و قد يكون الأمر مفتوحا من غير تحديد لتاريخ تنفيذه (الأمر المفتوح) بحيث يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر الزبون سحبه وإلغاؤه، وقد تحدد فترة زمنية

للأمر كأن يحدد بإسبوع أو شهر وينتهى الأمر بنهاية الإسبوع أو الشهر الذى صدر فيه ، أما إذا حدد بيوم فيعنى ذلك أن يظل الأمر ساريا حتى إغلاق الجلسة فى ذلك اليوم ، وعليه يمكن تصنيف الأوامر من **حيث مدة سريان الأمر إلى ما يلى :**

أ- الأمر ليوم واحد: هو الأمر الذى تنتهى مدة سريانه تلقائياً بنهاية يوم العمل الذى صدر خلاله، وفى حالة عدم تحديد الزبون مدة بعينها فإن كل أوامر السوق عادة تعتبر ليوم واحد.

ب- الأوامر المفتوحة: حيث يستمر سريان هذا النوع من الأوامر حتى تلغى من قبل الزبون أو يقوم الوسيط بتنفيذه بالفعل أو يخطر الزبون بفشله فى تنفيذه .

ج- الأمر للتنفيذ فى الحال أو الإلغاء: وفى هذا النوع من الأوامر يطلب الزبون من وكيله أن ينفذ فوراً أكبر كمية ممكنة من الطلب وإلا عدم تنفيذ أى شئ بعد ذلك .

٣- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:

فى مثل هذه الأوامر يمكن للزبون المستثمر أن يجمع بين الصيغتين أعلاه بواحد من خيارين ،إما أن يطلب تنفيذ أمر محددا للسعر خلال فترة معينة ، أو تنفيذ أمر مفتوح في حدود سعر معين .

٤- الأوامر الخاصة:

من أكثر أنواع الأوامر الخاصة شيوعا أوامر الإيقاف ، وأوامر الإيقاف المحددة أثناء الأمر الذي يترك للوسيط أن يتصرف بحرية حسب ظروف السوق.

كما ويمكن تصنيف الأوامر من حيث ملكية الأوراق المالية إلى أوامر مكشوفة و أوامر مع ملكية الأوراق المالية :

- الأوامر المكشوفة ، وهى التى لا يمتلك الزبون وقتها الأوراق المالية محل الصفقة ، إلا أنه ملتزم بأن يقوم عندما يحين موعد تنفيذها بشرائها أو إقتراضها من غيره من المضاربين .

- الأوامر مع ملكية الأوراق المالية ، وهى التى يكون فيها الزبون مالكاً فعلياً للأوراق المالية محل الصفقة .

ومن المؤكد أن لكل سوق مالى توجد قواعد عامة تنظم تنفيذ الأوامر لها طابع عالمى ولايمنع أن يكون لها طعمها المحلى . فمن المعروف عالميا أن أوامر السوق لها أولوية للتنفيذ دائما، و أن أي تغيير في السعر أو زيادة الكمية يودي إلي تغيير في أولوية الأمر ، ونجد أنه يتم إلغاء جميع الأوامر المعلقة مع إقفال السوق، كما يتم في نهاية اليوم إلغاء الأوامر ذات الصلاحية إلى تاريخ محدد إذا تجاوزت أسعارها حدود الحماية السعرية اليومية للسوق ، ومن المؤكد أن الأسواق التى تلتزم بالشريعة الإسلامية كسوق الخرطوم للأوراق المالية يلتزم بكآفة الضوابط الشرعية .

الباب الخامس

سوق الخرطوم للأوراق المالية

الفصل الأول

لمحة تأريخية

برزت فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية[21] في السودان في العام ١٩٦٢م حيث تم تأسيس هيئة الأسواق المالية بعد دراسات مكثفة شاركت فيها مؤسسات تمويل تابعة للبنك الدولي ، كما تمت بعد ذلك دراسات ومشاورات مع البنوك التجارية القائمة آنذاك واتحاد الصناعات وشركات التامين ومؤسسة التنمية السودانية بشأن إنشاء سوق للأوراق المالية ، حيث أثمرت في منتصف السبعينيات عن وضع مسودة قانون الأوراق المالية الذى تمت إجازته من قبل مجلس الشعب في عام ١٩٨٢ ليضع القواعد الضرورية لإنشاء سوق للأوراق المالية في السودان ، غير أن هذا السوق لم ير النورإلا بعد عشرة أعوام من هذا التأريخ،حينما بدأت الخطوات الجادة لإنشاء سوق للأوراق المالية في بداية تسعينيات القرن العشرين وذلك في ظل سياسة التحرير الاقتصادي التي نادي بها البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي (١٩٩٠ – ١٩٩٣م) وذلك بإتاحة الفرصه للقطاع الخاص ليسهم في تمويل الأنشطة الاقتصادية عن طريق سوق راس المال، و في العام ١٩٩٢ تمت صياغة مشروع قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية و تم إستكمال كآفة إجراءاته إلى أن تمت إجازته من قبل المجلس الوطني الانتقالي في يونيو من سنة ١٩٩٤ واصبح بموجبه سوق الخرطوم للأوراق المالية كياناً قانونياً مستقلاً غير هادف للربح ،و تم تكوين مجلس الإدارة من رئيس مجلس الإدارة وثلاثة عشرة عضواً ، وباشر هذا المجلس عمله فورا باصدار اللوائح العامة للسوق ولائحة شروط التسوية والتقاص وقواعد تداول الأوراق المالية . أما العمل في السوق الأولية فقد بدأ في العاشر من شهر أكتوبر لسنة ١٩٩٤م وفي الثاني من يناير ١٩٩٥ تم افتتاح السوق الثانوية. وكانت عمليات التداول تتم فى السوق وفقا للنظام اليدوى حتى عام ٢٠١٢ الذى افتتحت فيه منظومة

[21]- التقارير السنوية الدورية لسوق الخرطوم للاوراق المالية (٢٠١٢-٢٠١٤)

التداول الالكتروني ، كما تمت فى العام ٢٠١٤ إجازة لائحة مكافحة غسل الاموال لشركات الاوراق المالية ولائحة حوكمة شركات المساهمة العامة بالاضافة الى انضمام سوق الخرطوم للاوراق المالية الى منظمة مراكز الايداع والقيد المركزى بمنطقة الشرق الاوسط وشمال افريقيا . كما تمت إجازه مشروع قانون سلطة تنظيم سوق المال السودانى لسنة ٢٠١٥م ومشروع قانون سوق الخرطوم للإوراق المالية لسنة ٢٠١٥م بواسطة مجلس الوزراء تمهيدا لعرضهما على البرلمان خلال نفس العام لإجازتهما. كما تم فى مارس ٢٠١٥م إنشاء بنك التسوية الذى بموجبة اصبحت التسويات السهمية والمالية تتم بمجرد إنتهاء جلسة التداول ، وتم أيضا تأسيس صندوق ضمان التسويات وبدأ إعداد دراسات لإنشاء صندوق ضمان المستثمرين كما أعدت الدراسات الخاصة ببورصة رجال الأعمال التى تهدف لإدرجات الشركات الخاصة وفقا لمعايير محددة تمهيدا لتحويل هذه الشركات العائلية والخاصة الى شركات مساهمة عامة .

ملامح قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة ١٩٩٤م :

إشتمل قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة ١٩٩٤ على تسعة فصول أساسية خصص الفصل الأول منها للأحكام التمهيدية والفصل الأخير للأحكام العامة ، وحوت بقية الفصول تفاصيل هامة حول إدارة السوق والمراقبة وعمليات الإفصاح وإدراج الأوراق المالية كما اشتملت على أغراض السوق **والتى حددت فى النقاط التالية :**

أ- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بيعاً وشراء .

ب- تشجيع الادخار وتنمية الوعى الاستثمارى بين المواطنين وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات فى الأوراق المالية بما يعود بالنفع على المواطن والاقتصاد الوطنى .

ج- العمل على توسيع وتعزيز الملكية الخاصة للأصول الإنتاجية فى الاقتصاد الوطنى وعلى نقل الملكية العامة للأصول الرأسمالية للدولة الى أوسع الفئات الوطنية .

د- تطوير وتنمية سوق الإصدارات وذلك بتنظيم ومراقبة إصدارات الأوراق المالية وتحديد الشروط والمتطلبات الواجب توافرها فى نشرات الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام من قبل الجمهور.

هـ تطوير وتشجيع الاستثمار بالأوراق المالية والعمل على تهيئة المناخ الاستثمارى المناسب لها .

و- توفير كافة العوامل التى تساعد على تسهيل وسرعة تسييل الأموال المستثمرة فى الأوراق المالية بما يخدم رغبات المستثمرين .

ز- ترسيخ أسس التعامل السليم والعادل بين فئات المستثمرين وضمان تكافؤ الفرص للمتعاملين فى الأوراق المالية حماية لصغار المستثمرين .

ح- جمع المعلومات والبيانات والاحصائيات وتوفيرها لكافة المستثمرين والمهتمين بذلك .

ط- دراسة التشريعات ذات العلاقة بالسوق وإقتراح تعديلها بما يتناسب والتطورات التى تتطلبها السوق.

ى- اقتراح كيفية تنسيق السياسات المالية والنقدية وحركة رؤوس الأموال والإشراف على السياسة المتعلقة بتنمية مصادر التمويل المتوسط وطويل الاجل فى السودان وذلك بما يحقق الاستقرار المالى والاقتصادي ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية .

ك- العمل على تبادل الخبرات وذلك بالاتصال بالأسواق المالية العالمية والإقليمية والعربية والانضمام لعضويتها.

ل- إنشاء جهاز موحد لتنظيم تحويل ملكية الأوراق المالية وإيداعها ومتابعة شؤون المساهمين وإدارة المركز أو الاشراف والرقابة عليه.

م- ترسيخ قواعد السلوك المهنى والمراقبة الذاتية والانضباط بين الوكلاء والعاملين فى مجال التعامل بالأوراق المالية.

ن- تأهيل موظفى الوكلاء بما يتناسب والمستجدات التى تطرأ على صناعة الأوراق المالية بهدف رفع كفاءتهم العلمية والعملية.

أما بشأن عضوية السوق ، فقد أشار القانون الى أن عضوية إلزامية وتتكون من : (٢)

١- بنك السودان المركزى .

٢- المصارف المرخصة ومؤسسات التمويل المتخصصة القائمة أو التى تنشأ فى المستقبل.

٣- شركات المساهمة العامة المسجلة القائمة أو التى تنشأ فى المستقبل.

٤- الوكلاء المرخصين وفقاً لأحكام هذا القانون .

٥- أية هيئة أو مؤسسة عامة أو سلطة محلية مدرج قيد أوراقها المالية فى السوق.

٦- أية جهة حكومية ذات شخصية اعتبارية تطرح صكوكاً للاكتتاب العام.

وبموجب القانون فإن هؤلاء الأعضاء يمثلون الجمعية العمومية للسوق ، والتى **حددت اختصاصاتها وسلطاتها فى الأتى:**

أ- إقرار وقائع الاجتماع السنوى السابق للجمعية العمومية .

ب- مناقشة التقرير السنوى للسوق وتقرير هيئة الرقابة الشرعية .

ج- إختيار أعضاء هيئة الرقابة الشرعية .

د- إختيار المراجع القانونى للسوق .

هـ دراسة إقتراحات الأعضاء المتعلقة بنشاطات السوق ومناقشتها وتبنى المناسب منها.

و- أية إمور أخرى تقرر الجمعية العمومية إدراجها فى جدول الأعمال وفقاً لأحكام هذا القانون.

ز- إصدار لائحة داخلية لتنظيم إجراءات إجتماعاتها .

كما أكد القانون على أن تكون للسـوق هيئة للرقابة الشرعية يتم تشـكيلها من ثلاثة أعضاء من علماء الشريعة الإسلامية ممن لهم إلمام بالمعاملات المالية

تختارهم الجمعية العمومية، على أن تختص هيئة الرقابة الشرعية بالرقابة على أعمال السوق والتأكد من إلتزامها بأحكام الشريعة الاسلامية .

أما بالنسبة لمجلس الإدارة فقد نص القانون على أن يتم تشكيل المجلس بقرار من مجلس الوزراء بتوصية من وزير المالية وذلك على الوجه الآتى :

١- رئيس غير متفرغ من ذوى المؤهلات العالية والخبرة فى الاقتصاد والمسائل المالية.
٢- محافظ بنك السودان المركزى نائباً للرئيس
٣- المدير العام ، عضواً ومقرراً
٤- وكيل وزارة المالية والاقتصاد الوطنى ، عضواً
٥- المسجل التجارى العام عضواً
٦- ممثل للبنوك المرخصة، عضواً
٧- ممثل شركات التأمين، عضواً
٨- ممثل لاتحاد الغرف التجارية عضواً
٩- ممثل لاتحاد أصحاب الصناعات عضواً
١٠- ممثل لشركات الوكالة العامة عضواً
١١- أربعة أعضاء من القطاع الخاص من ذوى الخبرة من العاملين فى القطاعات الاقتصادية المختلفة .

وحددت مدة العضوية لغير الأعضاء بحكم مناصبهم بمدة ثلاث سنوات ويجوز إعادة تعيينهم لفترة أخرى واحدة فحسب ، ويمارس المجلس الإختصاصات والسلطات الأتية :

١- يكون المجلس مسئولاً مسئولية كاملة عن إدارة وتصريف شؤون السوق وتحقيق أغراضها ووضع السياسة العامة لها فى إطار السياسات المالية والاقتصادية العامة والخطط لتسيير أعمالها وتنفيذها ، ومع عدم الإخلال بعموم ما تقدم تكون للمجلس **السلطات التالية :**

أ- إجراء الدراسات عن السوق فى ظل الظروف السياسية والمالية والاقتصادية السائدة ، وتقديم التوصيات للجهات الحكومية ذات العلاقة بكل الأمور التى تساعد على تنمية السوق وحماية أموال المدخرين ،

ب- تحديد متطلبات نشرة الإصدار فى السوق الأولية والإشراف على إصدارات الأوراق المالية والموافقة عليها وطرحها للاكتتاب العام ،

ج- إيقاف التعامل بأي ورقة مالية مدرجة وفقاً لأحكام هذا القانون واللوائح الصادرة بموجبه للمدة التى يراها مناسبة ،

د- إيقاف نشاط السوق ، لمدة محدده لا تتجاوز ثلاثة أيـام عمل ، يحظر خلالها التعامل ، ولمدة أسبوع بموافقة الوزير ولأى مدة تتجاوز ذلك بموافقة مجلس الوزراء ،

هـ تنظيم شؤون السوق الإدارية والمالية وفقاً لما تحدده اللوائح والأوامر ،

و- وضع شروط تداول الأوراق المالية فى السوق الثانوية ،

ز- وضع الشروط المتعلقة بالتسوية والتقاض فيما بين الوكلاء ، وفيما بين الوكلاء والسوق،

ح- وضع الشروط الخاصة بإيرادات السوق ونفقاتها والمصادقة على الموازنة السنوية،

ط- وضع شروط إدراج وإيقاف تداول الأوراق المالية فى السوق الثانوية ،

ى- اقتراح شـروط خدمة العاملين بالسـوق للوزير المختص لرفعها لمجلس الوزراء لإجازتها بعد توصية وزير العمل والمجلس الأعلى للأجور ،

ك- وضع الهيكل التنظيمى للسوق وفقاً لهيكل الأجور وتحديد الإدارات والأقسام والشعب ووظائفها العامة ،

ل- ترخيص الوكلاء وتحديد عددهم وطبيعة أعمالهم وعدد ممثليهم ،

م- تعيين المستشارين والخبراء فى السوق وتحديد شروط إستخدامهم ،

ن- تحديد تعريفة أجور الوكلاء من حين لآخر ،

س- تحديد عمولات السوق عن كافة عمليات تداول وتحويل وإنتقال الأوراق المالية ،

ع- تحديد رسوم العضوية ورسوم ممارسة عمل الوكالة ورسوم دراسة ومراجعة نشرات الإصدار ، ورسوم قيد إدراج الأوراق المالية وبدلات الخدمات ،

ف- فرض جزاء الشطب النهائى على الأعضاء والوكلاء وممثليهم المخالفين لأحكام هذا القانون واللوائح ،

ص- الموافقة على الاقتراض والتمويل وتحديد حجمه وشروطه ،

ق- إجازة الموازنة السنوية التقديرية لإيرادات السوق ونفقاتها قبل بداية السنة المالية وتصبح نافذة المفعول بعد إجازة الوزير لها ،

ر- إمتلاك الأراضي والعقارات والآلات اللازمة لمزاولة نشاطات السوق ،

ش- وضع لائحة داخلية لتنظيم إجراءات اجتماعاتة ،

ت- أية سلطات أخرى تقتضيها طبيعة عمل السوق

٢- يجوز للمجلس أن يفوض بعض سلطاته المنصوص عليها فى البند (١)إلى المدير العام أو إلى أي لجنة يشكلها من أعضائه .

ويلاحظ أن إختصاصات المجلس تشمل بعض إختصاصات هيئات أوراق المال ، وذلك بسبب عدم إنشاء هيئة أسواق مال بالسودان.

بالنسبة لموارد السوق المالية فقد نص القانون على أن تتكون موارد السوق المالية من الآتى :

أ- رسوم العضوية السنوية .

ب- الرسوم السنوية لإدراج الأوراق المالية .

ج- الرسوم السنوية لممارسة أعمال الوكالة .

د- العمولات التى تستوفيها السوق لقاء عمليات البيع والشراء بمقتضى أحكام القانون.

هـ أجور الخدمات التى تقدمها السوق للوكلاء.

و- الجزاءات التى يفرضها المجلس على المخالفين لأحكام هذا القانون.

ز- إيراد النشرات الدورية الصادرة عن السوق .

ح- المنح والهبات من أى جهة يوافق عليها المجلس .

ط- العائـد من إيرادات استثمارات أموال السوق الخاصة .

ى- القروض التى يتحصل عليها السوق بموافقة المجلس .

ك- رسوم دراسة ومراجعة وإعتماد نشرات الإصدار .

تستخدم موارد السوق فى الوفاء بالتزاماته لتحقيق أغراضه المنصوص عليها فى القانون بما فى ذلك تغطية نفقات السوق الجارية والرأسمالية على أن تتحمل وزارة المالية والاقتصاد الوطنى نفقات التأسيس . أما فائض إيرادات السوق فتؤول للخزينة العامة نسبة (٢٥٪) منه بعد خصم النفقات الجارية والرأسمالية ويسدد خلال مدة لا تتجاوز ثلاثة اشهر من انتهاء كل سنة مالية ، أما إذا تجاوز الفائض التراكمى اربعمائة الف جنيه سودانى فيقوم السوق بتحويل الزيادة الناتجة عنه إلى الخزينة العامة.

أما أعمال الوكالة التى رخص بها القانون فتشمل :

- الوكالة بالعمولة ، وهى شراء وبيع الأوراق المالية لصالح العملاء .
- الوكالة بالشراء والبيع لصالح محفظة الوكيل .
- الوكالة فى تغطية إصدارات الأوراق المالية .
- الوكالة فى تسويق وبيع إصدارات الأوراق المالية .
- العمل كمستشار مالى وإدارة محافظ الغير وإستثماراتها فى الأوراق المالية .

شدد القانون فى حصره لأعمال الوكالة فى السوق على الشركات السودانية وبنوك الاستثمار التى حصلت على ترخيص بذلك من المجلس ، ولا يجوز أن تدرج (أعمال الوكالة فى السوق) بين أغراض ،أو ضمن أعمال أى شركة سودانية أو بنك استثمار الا بموافقة المجلس ، كما حظر القانون على البنوك التجارية أن تدرج ضمن أغراضها أو أعمالها القيام بأعمال الوكالة فى السوق .كما أوضح أنه لا يجوز لشركات الوكالة (باستثناء بنوك الاستثمار) أو شركات توظيف الأموال أن تدرج ضمن أغراضها أو أهدافها أي مهام أو أعمال خارجة عن نطاق أعمال الوكالة الواردة بالقانون ، و يتم تعامل الوكلاء بالسوق على أساس التسليم الفورى

للأوراق المالية ، كما تتم تسوية قيمتها فيما بين الوكلاء وعملائهم بقبض قيمة هذه الأوراق على أساس نقدى فورى ، وذلك مالم يوجد إتفاق بخلاف ذلك يوافق عليه المجلس ، علما بأن القانون يخضع جميع دفاتر الوكيل لمراقبة السوق وتفتيشها فى جميع الأوقات ولا يجوز له الإعتراض على ذلك ، كما يحق للسوق أن يعين مراجع قانونى آخر للوكيل إضافة للمراجع المعين من قبله وذلك على نفقة الوكيل الخاصة .

أجاز القانون لغير السودانيين الإكتتاب فى الأوراق المالية المصدرة من خلال الإكتتاب فى السوق الأولية ، كما أجاز لهم التعامل بالأوراق المالية السودانية المدرجة فى السوق الثانوية .أما تحديد نسب مساهمات الرعايا الأجانب فى رؤوس أموال شركات المساهمة العامة السودانية فقد ترك الأمر فيها لتقدير وزير المالية لتحديد النسب بالطريقة التى يراها مناسبة ، كما أجاز للرعايا العرب والأجانب تحويل حصيلة بيع الأوراق المالية وأرباحها الى الخارج وفقاً لأسعار الصرف السائدة فى تاريخ التحويل شريطة إثبات ان عملية شراء الأوراق المالية تمت بعملة صعبة وتم تحويلها إلى السودان عن طريق الجهاز المصرفى ، ولأغراض تحويل حصيلة بيع الأوراق المالية وأرباحها إلى الخارج يجب تقديم المستندات الثبوتية لعملية البيع موقعة من إدارة السوق .

مما يجدر ملاحظته أن هذا القانون أعطى السوق صلاحيات كبيرة تشمل التنظيم والإشراف والترخيص وهى صلاحيات تخص هيئات أسواق المال وليس الأسواق ، ولهذا فقد سعى المختصون لآصدار قانون جديد يفصل هذه السلطات والصلاحيات عن السوق لتنشأ هيئة أسواق مال تسمى سلطة أسواق المال السودانية ، تختص بتنظيم الأسواق ،تنظيم عمليات إصدار الصكوك التى كانت تتم بموجب قانون صكوك التمويل لسنة ١٩٩٥م . عله فقد تم اصدار مرسوم جمهورى مؤقت فى العاشر من شهر سبتمبر ٢٠١٥م بإسم (قانون سلطة تنظيم أسواق المال لسنة ٢٠١٥م) ويتوقع أن يليه صدور المرسوم الخاص بقانون السوق والذى سيتم فيه

الغاء قانون صكوك التمويل لسنة ١٩٩٥م ، ونتناول بعض الملامح الأساسية للقانونين الجديدين على النحو التالى:

مشروع قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة ٢٠١٥م:

مشروع قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة٢٠١٥م ، يعتبر جزءا لايتجزأ من قانون السلطة لإرتباطهما الوثيق ، حيث أن مشروع قانون السوق لسنة ٢٠١٥ سيلغى قانون السوق لسنة ١٩٩٤م و قانون صكوك التمويل لسنة ١٩٩٥م الذى ستحال مهامة الى السلطة ، كما أن معظم التعريفات والمواد القانونية الخاصة بالسلطة ضمنت فى قانون السوق ، حيث أن قانون السوق لسنة ١٩٩٤ وقانون صكوك التمويل لسنة ١٩٩٥ كانا ينظمان المسائل المتعلقة بإصدار واكتتاب وتناول الاوراق المالية سوءا كانت أسهم شركات مساهمة عامة او الصكوك المختلفة التي يجوز إصدارها وفق احكام قانون صكوك التمويل لسنة ١٩٩٥م المتماشية مع الضوابط الشرعية ، ومنذ ذلك الوقت وعلي الرغم من التطورات العديدة التي شهدتها ساحة الأوراق المالية إلا ان القانونين لم يشهدا اي تعديلات جوهرية ، حيث دعت الحاجة الي ضرورة الاصلاح الحقيقي فيهما حتي يتمكنا من مواكبة التطورات التي ظهرت في ساحة أوراق المال والتي طالبت بها العديد من الجهات داخل السودان وخاجه ، فكان أن تم صياغة هذا المشروع الذي نظم امر الاوراق المالية بصورة فعالة ومحكمة استوعبت كل المستجدات وهو مرتبط ارتباطا وثيقا محكما بقانون السلطة ، ويعتبركل منهما مكملا للآخر . وكما جاء بمذكرته التفسيرية ، فإن سماته الأساسية تشمل النقاط الأتية :

- وسع مشروع القانون المواعين التي تتعامل في الاوراق المالية حيث جوز للصناديق ومؤسسات الدولة اصدار أوراق مالية والتعامل فيها وفق الضوابط والاسس التي وضع المشروع وذلك مواكبة للتطور الذي صاحب ثورة التعامل في الاوراق المالية .
- تيسيراً للتعامل وفتح مجالات عديدة ،استحدث مشروع القانون اسواقاً جديدة ليتم التعامل من خلالها مستوعباً بذلك كل المستجدات التي

طـرأت علـي سـاحة الاوراق الماليـة حيـث جـاء بالسـوق المـوازي والسـوق النظامي .

- ايضـاً مـن الاحكـام المسـتحدثة فـى القـانون الجديـد ، السـماح لبيـوت الخـبرة المتخصصـة بتقـديم الاستشـارات الماليـة للـراغبين في التعامـل في الاوراق المالية.
- وسـع المشـروع مجـال اعمـال شـركات الوسـاطة الماليـة ، حيـث منحهـا بالإضـافة الـي مـا لهـا مـن مجـالات بموجـب القـانون السـاري مجـال تكـوين إدارة محـافظ الغـير لـلأوراق الماليـة وتكـوين وإدارة صـناديق الاسـتثمار وأفـرد لهـا أحكامـاً منظمـة، بجانـب الترويـج وتأسـيس شـركات المسـاهمة العامة .
- اسـتحدث المشـروع شـركات تغطيـة إصـدارات الأوراق الماليـة ووضـع لهـا أحكام وضوابط محددة .
- من اهـم الاحكـام المسـتحدثة ،الـنص علـى مـنح المجلـس حـق اتخـاذ التـدابير اللازمـة لحمايـة مصـالح المسـاهمين او المتعـاملين في السـوق في حالـة وجـود اي مهدد .
- نظـم القـانون بوضـوح تـام إجـراءات الإفصـاح وضـمان عـدم التعامـل في المعلومات غير المعلنة .

وفقا للمذكرة التفسيرية لمشروع القانون فإن أهم ملامحه تشمل النقاط الأتية :

- تنـاول الفصـل الاول الاحكـام التمهيديـة وشمـل اسـم القـانون وبـدء العمـل بـه ، و إلغـاء القـانون السـابق لسـنة ١٩٩٤م ،كمـا شمـل تطبيـق احكـام القـانون علـي جميـع عمليـات اصـدار الاوراق الماليـة وبالاضـافة للتفسـير كما تم الغاء قانون صكوك التمويل ١٩٩٥م .

- اما الفصـل الثـاني فقـد جـاء خاصـاً بالتعامـل بـالاوراق الماليـة حيـث اشـتمل علـي تـداول الاوراق الماليـة وكيفيـة التعامـل فيهـا والتعامـل بـالعملات الاجنبية .
- الفصـل الثالـث تحـدث عـن السـوق ، انشـائه واغراضـه والتزامـه بأحكـام الشـريعة الاسـلامية في جميـع معاملاتـه ، وإنشـاء مجلـس إدارتـه وتشـكيلة ، ومـدة العضـوية واختصاصـاته وسـلطاته وغيرهـا ، وتعـين المـدير العـام واختصاصاته ، المدير العام وسلطاته .
- الفصل الرابـع اخـتص باحكـام شـركات الوسـاطة الماليـة وحـوت علـي مجـال اعمال شركات الوساطة المالية وغيرها.
- تنـاول الفصـل الخـامس إنشـاء صـناديق الاسـتثمار واهـدافها والرقابـة عليهـا والشخصية الاعتبارية لها .
- أمـا الفصـل السـادس فقـد جـاء بالاحكـام الخاصـة بطـرح الاوراق الماليـة ، واشـتمل علـي طـرح الاوراق الماليـة للاكتتـاب العـام ،و نشـرة الاصـدار ، وعـلاوة الاصـدار ونسـبة المسـاهمين عنـد التاسـيس ،وعمليـات الاكتتـاب في اسـهم الشـركة ، وتخصـيص الاسـهم في حالـة زيـادة الاكتتـاب ،مـع توضـيح حق مسـاهمي الشـركة في تغطيـة زيـادة راس المـال ،وبيـان ضـوابط الاكتتـاب الخاص .
- تنــاول الفصــل الســابع عمليــات أدراج الاوراق الماليــة ،و طلبــات الادراج ، وعوقب الامتناع عن الادراج .
- خصــص الفصــل الثــامن لتوضــيح نظــم وضــوابط عمليــات التفتــيش والافصـاح عـن البيانـات والمعلومـات و نشـرها ،و اجـراءات الافصـاح و المراجعــة والتفتــيش ، و ضــوابط التعامــل في معلومــات غــير معلنــة ، وأوضـح كيفيـة الموافقـة علـي رفـع نسـبة المسـاهمين ،و ضـوابط التعامـل في السوق الثانوي ، والزامية تقديم تقارير دورية .

- تنــاول الفصــل التاســع التظلمــات والتحكــيم والمحاســبة وشمــل لجنــة التظلمــات ، هيئــة التحكــيم ، إجــراءات التحقيــق الاداري ، تشــكيل لجنــة محاســـبة وإختصاصـــاتها ، مباشـــرة الصـــلاحيات ، الجـــزاءات ، حـــق الاستئناف .
- تضــمن الفصــل العاشــر الاحكــام الماليــة ، مــن فــرض ســداد الرســوم ، والموارد المالية ، والعمولات ،و الموازنة السنوية للسوق وغيرها .
- اخـتص الفصـل الحـادى عشـر بالاحكـام العامـة المتعلقـة باسـتمرار العـاملين وإنشـاء الحقـوق والالتزامـات ،و إجـراءات تسـجيل ملكيـة الاوراق الماليـة ، والتداول في اسـهم شـركات المسـاهمة العامـة وكيفيـة التعامـل فيهـا واسـتيفاء الاربـاح ،وتطـرق الى العقوبـات ،و ايلولـة الحقـوق والـديون والالتزامـات والممتلكات وغيرها للدولة فى حالة تصفية السوق .

بالنسبة لأغراض السوق فقد حددت فى مشروع القانون بالأتى :

١. توفير كافـة العوامـل الـتي تسـاعد علـى تسـهيل وسـرعة تسـييل الأمـوال المستثمرة في الأوراق المالية بما يخدم رغبات المستثمرين .
٢. ضمان عدالة تعامل المستثمرين في الأوراق المالية بيعا وشراء.
٣. العمل على الاتصال وتبادل الخبرات والمعلومات الأساسية بين السوق والأسواق العربية والإقليمية والعالمية والانضمام لعضويتها .
٤. ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بـين الوسـطاء الماليين والعاملين في مجال التعامل بالأوراق المالية .
٥. الترويج لقيام شركات مساهمة عامة.
٦. أي أغراض أخرى يوافق عليها المجلس.

عضوية السوق :

الزم القانون الجهات التالية أن تكون أعضاء بالسوق :

١. بنك السودان المركزى.
٢. المصارف ومؤسسات التمويل المتخصصة.
٣. شركات المساهمة العامة.
٤. الوسطاء الماليين المرخص لهم وفقا لأحكام هذا القانون.
٥. أي جهة حكومية تطرح أوراقاً مالية للاكتتاب العام وتدرج أوراقها المالية في السوق.
٦. أي جهة حكومية ذات شخصية اعتبارية تطرح صكوكاً للاكتتاب العام.
٧. أي جهة يوافق المجلس على قبول عضويتها.

كما الزم القانون السوق بأن يعقد مؤتمراً سنوياً بحضور كل أعضاء السوق المذكورين أعلاه وأي جهات أخرى يرى السوق دعوتها ، و يقوم السوق بإعداد وتقديم تقرير عن نشاطه خلال العام للمؤتمر وأي أوراق عمل تتعلق بمجال الأوراق المالية وتطوير العمل في السوق، ومن ثم يتم الاستماع لمقترحات الأعضاء المتعلقة بنشاطات السوق ومناقشتها وتبنى المناسب منها ورفع توصيات بذلك للجهات المختصة.

قانون سلطة تنظيم أسواق المال لسنة[٢٢] ٢٠١٥م :

يتكون القانون من ستة فصول موزعة فى واحد وثلاثين مادة ، حيث تناول الفصل الأول الأحكام التمهيدية وتشمل إسم القانون وبدء العمل به ، تفسير العبارات والكلمات التى وردت بالمشروع .أما الفصل الثانى فقد إختص بالسلطة وإنشائها حيث كفل لها شخصية إعتبارية مقرها الخرطوم ، ونص على أن الأشراف على السلطة يكون من قبل مجلس الوزراء ،كما حدد أغراض السلطة فى الأتى:

[٢٢]- حسب القانون السودانى ، فى حالة عدم إجازة المرسوم المؤقت من قبل المجلس الوطنى (البرلمان) قبل إنتهاء دورته الحالية بنهاية شهر ينائر ٢٠١٦ م سيعتبر القانون غير سارٍ ولابد من إعادة عرضه مرة أخرى على البرلمان ، كما أن مشروع قانون السوق سيتم تغيير الديباجة لعام ٢٠١٦م . وقد يستتبع ذلك بعض التغيرات فى المشروع.

- تشجيع الاستثمار في أسواق المال وفقاً لخطط التنمية الوطنية والسياسات العامه للدولة.
- إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في أسواق المال بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.
- تنظيم أسواق المال والمراكز وشركات الوساطة المالية وتطويرها ومراقبتها والإشراف عليها.
- تطوير السوق الأولى وتنميته .
- حماية المتعاملين والمستثمرين في أسواق المال والجمهور من الغش والخداع، بما يكفل سلامة المعاملات .
- الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية.
- وضع الأسس والضوابط التى تكفل سلامة المعاملات فى أسواق المال.

كما تناول هذا الفصل موضوع إنشاء مجلس الإدارة وتشكيله ومسئوليته ، وإختصاصاته وسلطاته ، وكيفية تعيين المدير التنفيذى للسلطة وحدد أيضا إختصاصاته وسلطاته . أما المجلس فيشكل بقرار من مجلس الوزراء بناء على توصية وزير المالية والتخطيط الإقتصادى ، بحيث يتكون من تسعة أشخاص منهم رئيس من ذوى المؤهلات والخبرة فى مجال المال والإقتصاد وعضوين من الخبراء فى مجال عمل أسواق المال بجانب مديرعام السلطة ومدير عام السوق ووكيل وزارة المالية والمسجل التجارى العام و ممثل لإتحاد أصحاب العمل ، ويكون محافظ بنك السودان المركزى نائب للرئيس. وتبلغ فترة عضوية الأشخاص لغير الأعضاء بحكم المنصب خمسة أعوام يجوز تجديدها لدورة أخرى. **كما حددت الإختصاصات التالية للمجلس:**

- وضع السياسة العامة والخطط والبرامج للسلطة.
- إقتراح مشاريع القوانين المتعلقة بأسواق المال،
- الموافقة على العقود والإتفاقيات وفقاً لما تحدده القوانين .
- الموافقة على الهيكل الوظيفى لرفعه لمجلس الوزراء لإجازته.

- وضع قواعد الرقابة والتفتيش على شركات الوساطة المالية والجهات الخاضعة لإشراف السلطة ورقابتها.
- وضع معايير قواعد السلوك المهني التي تطبق على موظفي السلطة وأسواق المال وشركات الوساطة المالية وأعضاء المراكز وأعضاء مجالس إدارة أسواق المال ومديرو المراكز والموظفين.
- التوصية للجهات المختصة بتعيين المستشارين والخبراء في السلطة وتحديد شروط خدمتهم.
- التوصية لمجلس الوزراء بإنشاء أسواق المال وفقا لأحكام المادة ١٤.
- تنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بيعاً وشراءً.
- تعليق نشاط أيا من أسواق المال لمدة لا تزيد عن أسبوع لأى أسباب يراها المجلس ويجوز له زيادة تلك المده بموافقة مجلس الوزراء.
- حظر إصدار أو تداول أي أوراق مالية في السوق متى ما رأى أن ذلك ضروريا.
- منح التراخيص لشركات الوساطة المالية.
- الموافقة على إنشاء صناديق الاستثمار.
- تحديد الرسوم والعمولات التي تتقاضاها كل من أسواق المال والمراكز وشركات الوساطة المالية.
- إجازة الموازنة السنوية للسلطة ورفعها للجهات المختصة لإجازتها.
- تنظيم علاقة السلطة وأسواق المال والمراكز مع الجهات المحلية والإقليمية والدولية ذات الصلة وتبادل المعلومات والتعاون معها.
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأسواق المال والجهات المصدرة للأوراق المالية، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها.
- تقديم النصح والمشورة للدولة في شؤون أسواق المال،
- وضع اللوائح والإجراءات المتعلقة بتنظيم عمل المجلس واجتماعاته.
- تشكيل اللجان الدائمة والمؤقته لمساعدته فى أداء أعماله.

كما يجوز للمجلس أن يفوض أي من سلطاته واختصاصاته لرئيسه أو للمدير التنفيذي أو أي من أعضائه أو لأى لجنة يشكلها بالشروط التي يراها مناسبة.

تناول الفصل الثالث الأسواق الأخرى والمراكز ،بحيث سيتم إنشاء أية أسواق أخرى (بخلاف سوق الخرطوم للأوراق المالية) بموجب آوامر تأسيس يصدرها مجلس الوزراء بناء على توصية مجلس السلطة . أما الفصل الرابع فقد إختص بتوضيح الأحكام المالية ويشمل الموارد المالية للسلطة و الرسوم التى تتقاضاها ، و حفظ الحسابات والدفاتر وإيداع الأموال ،و مراجعة الحسابات التى تتم بواسطة ديوان المراجعة القومى. تضمن الفصل الخامس الموضوعات المتعلقة بإنشاء هيئة الرقابة الشرعية من ثلاثة أعضاء من علماء الشريعة الإسلامية وخبراء الإقتصاد والمعاملات المالية، لمدة خمسة سنوات قابلة للتجديد ، وحصنت **ووضحت الزامية فتواها وحددت إختصاصاتها التى شملت:**

- الرقابة على أعمال أسواق المال بما فيها صناديق الإستثمار والتأكد من التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية في كل معاملاتها.
- إصدار الفتاوى الشرعية في الموضوعات التي يطلب في شأنها فتوى شرعية.
- مراجعة القوانين واللوائح والقواعد والأوامر والمنشورات التي تنظم أعمال أسواق المال والمراكز للتأكد من التزامها بأحكام الشريعة الاسلامية.
- التعاون مع السلطة وأسواق المال والمراكز على إعداد البحوث والدراسات التي تؤدى الى تطوير الأداء في مجال أسواق المال.

كما كفل القانون لهيئة الرقابة الشرعية السلطات الآتية:

- الاطلاع على المستندات والوثائق والسجلات والعقود والمكاتبات التي ترى أنها لازمة وضرورية لتمكينها من أداء مهامها.
- مراقبة أعمال أسواق المال بغرض التأكد من سلامة تطبيق الجوانب الشرعية في معاملاتها.
- استدعاء أياً من العاملين والمتعاملين مع الجهاز وأسواق المال والمراكز.

وأكد القانون على أن فتوى هيئة الرقابة الشرعية ملزمة للسلطة وأسواق المال والمراكز وكافة الجهات ذات الصلة وواجبة التنفيذ ما لم يطعن فيها أمام الجهات المختصة.

واخيراً تضمن الفصل السادس من قانون السلطة لسنة ٢٠١٥م الموضوعات الخاصة بالأحكام الختامية التى تتضمن أموال السلطة التى إعتبرها أموالا عامة ،وبين العقوبات والجزاءات ، و سلطة إصدار اللوائح بموجب هذا القانون .

الفصل الثانى

شركات السوق ومؤشراته الأساسية

شركات الوساطة المالية والشركات المدرجة بالسوق[٢٣] :

أ - شركات الوساطة المالية :

يبلغ عدد شركات الوساطة العاملة فى سوق الخرطوم للاوراق المالية حوالى واحد واربعون شركة وساطة مالية تقوم بأعمال الوساطة وفقا لنص المادة (٣٤) من قانون سوق الخرطوم للاوراق المالية لسنة ١٩٩٤م والتي تشمل الاعمال التالية:

- الوكالة بالعمولة لشراء وبيع الأوراق المالية لصالح العملاء.
- الوكالة بالشراء والبيع لصالح محفظة الوكيل.
- الوكالة في تغطية إصدارات الأوراق المالية.
- العمل كمستشار مالي وإدارة محافظ الغير وإستثماراتها في الأوراق المالية.

ويصنف سوق الخرطوم نشاط شركات الوساطة حسب التصنيف المالى الى اربعة أصناف اساسية على النحو الأتى :

أ/ شركات مساهمة عامة تصدر صناديق

الرقم	اسم الشركة	رأس المال بالجنيه	
		المصرح به	المدفوع
١-	بنك الاستثمار المالى	٢٠٠,٠٠٠,٠٠٠	١٢٢,١٠٠,٠٠٠
٢-	جلوبل بيت الاستثمار العالمى	٦٠,٠٠٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠,٠٠٠
٣-	بنك الرواد	١٠٠,٠٠٠,٠٠٠	٦١,٩١٠,٠٠٠

[٢٣]- التقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية (٢٠٠٠-٢٠١٤م)

ب/ شركات مساهمة عامة لا تصدر صناديق وتدير محافظ

الرقم	اسم الشركة	رأس المال بالجنيه	
		المصرح به	المدفوع
١-	سكسيص ديلنق المحدودة	٢٥,٠٠٠,٠٠٠	٢,٨٨٠,٧٨٠
٢-	المهاجر للخدمات المالية	٢٥,٠٠٠,٠٠٠	٦,٢٥٠,٠٠٠
٣-	السهم للخدمات المالية	١,٦٥٠,٠٠٠	١,٦٥٠,٠٠٠
٤-	بيان للاستثمار المالى	٢٥,٠٠٠,٠٠٠	٦,٢٥٠,٠٠٠
٥-	البركة للخدمات المالية	٢٥,٠٠٠,٠٠٠	٨,٠٩٩,٧٣٠

ج/ شركات خاصة تدير محافظ

الرقم	اسم الشركة	رأس المال بالجنيه	
		المصرح به	المدفوع
١-	دام للاستثمار المالى	١,٠٠٠,٠٠٠	١,٠٠٠,٠٠٠
٢-	ترويج للاستثمار المالى	٢٠,٠٠٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠,٠٠٠
٣-	سنابل للمعاملات المالية	٢٥,٠٠٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠,٠٠٠
٤-	العالمية لادارة المال	١,٠٠٠,٠٠٠	٢٥٠,٠٠٠
٥-	الفرنسى للخدمات المالية	٦,٠٠٠,٠٠٠	٥,٠٠٠,٠٠٠
٦-	هارفست للخدمات المالية	٢,٠٠٠,٠٠٠	٢,٠٠٠,٠٠٠
٧-	الفيصل للمعاملات المالية	٥٠,٠٠٠,٠٠٠	٢٥,٠٠٠,٠٠٠
٨-	المؤشر للاستثمار المالى	٢,٠٠٠,٠٠٠	٢,٠٠٠,٠٠٠
٩-	الامين للاوراق المالية	١,٠٠٠,٠٠٠	٢٥٠,٠٠٠
١٠-	الدرهم للاستثمار المالى	١,٠٠٠,٠٠٠	٢٥٠,٠٠٠
١١-	ستوك للخدمات المالية	١,٢٦٠,٠٠٠	٢٥٠,٠٠٠
١٢-	المستشار للاوراق المالية	١,٠٠٠,٠٠٠	٢٥٠,٠٠٠

١٣-	الاماراتية للمعاملات المالية	١,٠٠٠,٠٠٠	١,٠٠٠,٠٠٠
١٤-	هات للخدمات المالية	١,٢٦٠,٠٠٠	٣٠٣,٦٠٠
١٥-	التكامل للخدمات المالية	١٥,٠٠٠,٠٠٠	١٥,٠٠٠,٠٠٠
١٦-	النيل والمشرق للخدمات المالية	١,٠٠٠,٠٠٠	٢٥٠,٠٠٠
١٧-	المال المتحدة للاوراق المالية	١,٠٠٠,٠٠٠	٢٥٠,٠٠٠
١٨-	مديورو للخدمات المالية	١,٠٠٠,٠٠٠	٢٥٠,٠٠٠
١٩-	دارسون للخدمات المالية	٢,٠٠٠,٠٠٠	١,٣٣٠,٠٠٠
٢٠-	اتش اتش للاوراق المالية	١,٠٠٠,٠٠٠	٥٠٠,٠٠٠
٢١-	التضامن للخدمات المالية	٧٥٠,٠٠٠	٥٠٠,٠٠٠
٢٢-	الجديان للخدمات المالية	٢١٠,٠٠٠	٣٥٩,٤٠٠

د/ شركات خاصة لا تدير محافظ

الرقم	اسم الشركة	رأس المال بالجنيه	
		المصرح به	المدفوع
١-	قنوسر للاستثمار المالى	٢٠٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠
٢-	الكاشديب للاوراق المالية	٢٠٠,٠٠٠	٢٠٠,٠٠٠
٣-	كراون للاستثمار المالى	٢١٠,٠٠٠	١٨٠,٠٠٠
٤-	مزايا للخدمات المالية	٢٥٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠
٥-	داوجى للخدمات المالية	١,٠٠٠,٠٠٠	٢٥٠,٠٠٠
٦-	برانتو للخدمات المالية	٢٠٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠
٧-	قرين قولد للاوراق المالية	٢٠٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠
٨-	المملكة للخدمات المالية	٢٠٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠
٩-	هايبر ديل للاوراق المالية	٢٠٠,٠٠٠	٢٠٠,٠٠٠
١٠-	اصول للاوراق المالية	٢٠٠,٠٠٠	٥٠,٠٠٠
١١-	المنصور للاستثمار المالى	٥٠٠,٠٠٠	٤٠٠,٠٠٠

هذا التصنيف مرشح للتغير خلال العامين القادمين بعد أن صدر فى أغسطس من العام ٢٠١٥م المنشور رقم (٢٠١٥/٣/خ) بخصوص اعادة هيكلة شركات الوساطة العاملة بالسوق والذى أعاد تصنيف شركات الوساطة إلى أربع فئات هي :

i. شركة مساهمة عامة تصدر صناديق استثمارية وتدير محافظ (لمصلحتها وللغير).
ii. شركة مساهمة عامة لا تصدر صناديق استثمارية وتدير محافظ (لمصلحتها وللغير).
iii. شركة مساهمة عامة تعمل فقط في البيع والشراء للجمهور ولمحفظتها فقط.
iv. شركة خاصة تعمل في مجال الاستشارات والنصح المالي .

حيث استبعد الشركات الخاصة التى تصدر الصناديق وتدير المحافظ ، وقرر أن تقوم كل شركة وساطة بتحديد التصنيف الذي ترغب من خلاله ممارسة نشاطها من خلاله خلال الفترة من شهر أغسطس حتى نهاية شهر اكتوبر٢٠١٥م بغرض إستيفاء هذه الاجراءات وذلك وفقاً للتصنيف الذي تختاره و ما يترتب عليه من التزامات ، ومنح المنشور الشركات فترة ثمانية أشهر إعتباراً من اكتوبر ٢٠١٥م لاستيفاء اجراءاتها القانونية وفقاً للتصنيف الذي ستختاره . أما متطلبات رأس المال فتمتد فترة استيفاءها لغاية فترة الهيكلة بنهاية العام ٢٠١٧م **وفقا للكيفية التالية :**

- بنهاية العام ٢٠١٥ يجب ان يبلغ رأس المال المدفوع لكافة شركات المساهمة العامة مبلغ ثمانية مليون جنيه سوداني و يتم دفع رأس مال الشركة الخاصة بالكامل.
- بنهاية العام ٢٠١٦ يجب ان يبلغ رأس المال المدفوع عشرون مليون جنيها للنوعين الاول و الثاني من شركات المساهمة العامة، و يتم دفع رأس مال النوع الثالث منها بالكامل.
- بنهاية العام ٢٠١٧ يتم استيفاء رأس المال كاملاً لجميع الشركات.

فى حالة إكتمال الهيكلة بهذا المستوى من المؤكد أن السوق سيشهد طفرة كبيرة بعد أن تقوى بنية هذة الشركات وتكتمل الترتيبات الإدارية والتقنية التى قررها المنشور المذكور.

ب- مؤشر الخرطوم ورأس مال الشركات المدرجة :

مؤشـــر الســوق ومعدل دوران الأسهم :

كما ذكر فإن الهدف من وضع مؤشر لأى سوق من أسواق المال ، هو قياس التغير الذي يطرأ علي أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق خلال فترة معينة ، وبهذا الفهم تم الإعلان عن "مؤشر الخرطوم" الخاص بسوق الخرطوم للأوراق المالية في شهر إكتوبر من عام ٢٠٠٣م الذي إستهل بألف نقطة ثم استمر فى التحسن والتصاعد وحافظ على مستوى يتجاوز ٢٧٠٠ نقطة خلال الأعوام الثلاث الأخيرة حتي بلغ ٢٨٥٨,٥٣٣ نقطة فى نهاية شهر ديسمبر لسنة ٢٠١٥م مقارنة بعدد ٣٣٤١,٩٠٥ نقطة بنهاية العام ٢٠١٤م التى تجاوز فيها عدد ٢٧٢٥,٥٥٩ نقطة التى حققها بنهاية العام ٢٠١٣م.

أما بالنسبة لمعدل دوران الأسهم بالسوق فقد كان مستقرا خلال الأعوام الأخيرة فى حدود نسبة ١,٦٪ إلى ١,٧٪ غير أنه شهد طفرة جيدة فى عام ٢٠١٥م حيث بلغ حوالى ٢,٤١٪ وقد حظيت أسهم البنوك وشركة سوداتيل للإتصالات و بعض شركات التمويل الأصغر والمؤسسات العقارية والتعليمية بنسبة أعلى فى تداول الأسهم على الرغم من أنها لاترقى إلى مستوى طموحات السوق.

راس المال السوقي :رأس المال السوقي أو القيمة السوقية للشركات ، هو عبارة عن عدد الأسهم المكتتب فيها مضروباً في القيمة السوقية للسهم عند نهاية فترة زمنية محددة ، وقد بلغت القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية حوالى ١٣,٩ مليار جنيه سودانى بنهاية شهر ديسمبر لعام ٢٠١٥م مقارنة بحوالي ١٢,٨ مليار جنيه في نهاية العام ٢٠١٤م و كانت قد بلغت ١١,١٥٤ مليار جنية فى العام ٢٠١٣م ، حيث إرتفع عدد شركات المساهمة العامة المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية إلى ٦٧ شركة بنهاية عام ٢٠١٥م منها ٢٣ بنكا تجاريا بجانب بنكى إستثمار وعدد ثمانى شركات تأمين وإعادة تأمين وعدد من الصرافات و مؤسسات التمويل الأصغر وشركات الإيجارة، كما

توجد مؤسسات تعليمية جامعية وشركات تعمل فى مجال البترول والنقل والعقارات ومصانع أسمنت بجانب المؤسسة السودانيه للمناطق والاسواق الحره ، وفى القطاع الزراعى نجد شركة الصمغ العربي المحدودة وشركة السودان للحبوب الزيتيه و شركة الخدمات الزراعيه لمزارعي قصب السكر بالجنيد والشركة السودانية للثروة الحيوانية - أنعام ، كما توجد مؤسسات إعلامية ، إلا أن من أكبر الشركات وأكثرها تداولا نجد شركة مجموعة سوداتل للاتصالات المحدودة المدرجة أيضا بسوق أبى ظبى ، كما توجد شركات أخرى مدرجة فى أسواق خارجية وفقا لإتفاقيات موقعة مع هذه الأسواق . وفيما يلي جدول يوضح رأس المال السوقي للشركات المدرجة في السوق قطاعياً ونسبة مساهمة كل قطاع في إجمالي رأس المال السوقي للعامين ٢٠١٤م و٢٠١٥م حيث يتضح المسهامة الكبيرة لقطاع البنوك .

القيمة السوقية بالجنيه السودانى

للشركات المدرجة في السوق الثانوية للعامين ٢٠١٤م و٢٠١٥م مصنفة قطاعياً

إسم القطاع	القيمة السوقية (٢٠١٤م)	٪	القيمة السوقية (٢٠١٥م)	٪
البنوك	8,345,194,837.81	60.86	٩,٨٧١,٥٤٠,١٥٥	٧١,٢
التأمين	203,867,772.50	1.59	٢٤٦,٦٤٢,٧٧٣	1.8
التجاري	400,864,116.75	3.13	٥٢٩,٧٢٧,١١٧	3.٨
الصناعي	153,891,385.83	1.20	١٥٧,٧٨٧,٢٨٠	1.١
الزراعي	223,200,974.00	1.74	٢٢٣,٣٣٤,٨٨٤	1.٦
الإتصالات والوسائط	٣,٠٦٦,٣٣٤,٤٢٦,٦٤	23.92	٢,١٢٥,٨٤٥,٠٩٩	١٥,٤
الخدمات المالية	100,892,294.70	0.66	١٠٢,٧٢٢,٣٨٣	0.٧
الاستثمار والتنمية	323,438,050.57	1.40	٦٠٤,٧٤٧,٤٩٤	٤,٤
المجموع	**12,817,683,858.80**	٪١٠٠	١٣,٨٦٢,٣٤٧,١٨٤	٪١٠٠

بنك التسوية وصندوق ضمان التسويات والية عملهما :

تعتمد عمليات التداول فى الأسواق المالية فى الوقت الحاضر على التقنية فى أعلى مستوياتها ، و وفقا لخطط سوق الخرطوم للأوراق المالية فقد سار بخطوات محسوبة لإستكمال عملية التحول الإلكتروني حيث تم فى نهاية العام ٢٠١٤م توقيع إتفاقية مع بنك البركة السوداني ليكون هوالمؤسسة الحاضنة لبنك التسوية الخاص بالسوق ، ومن ثم وضعت الضوابط التى تحكم عمل التسوية بجانب لائحة التسوية والتقاص للعام ٢٠١٠م ، **ويعرف بنك التسوية بأنه :**

هو البنك الذي يتم فيه إجراء التسويات المالية الناتجة عن عمليات تداول الأوراق المالية وتلتزم شركات الوساطة بفتح حسابات التسوية لديه حتي يتسنى لها إتمام التسويات المالية وقد نصت المادة (٣) من لائحة التسوية والتقاص لعام ٢٠١٠م على أن عضوية بنك التسوية تتكون من كل شركات الوساطة المرخص لها ممارسة أعمال الوساطة المالية في السوق. أما بالنسبة لليوم المحدد للتسوية فيكون هو اليوم الثاني ليوم التداول أى (T+1) و بالنسبة لإجراءات التسوية فقد نصت المادة (٥-١) من لائحة التسوية والتقاص بأنه يجب على أعضاء التسوية فتح حساب تسوية طرف البنك الذي يختاره السوق (أى بنك البركة السودانى) و على شركة الوساطة أن تقوم بتفويض البنك بالسحب والإيداع في هذا الحساب في حدود المبالغ التي ترد في كشف التسوية من إدارة السوق ، كما يجب على عضو التسوية التأكد من توفر المبالغ المستحقة عليه الناتجة عن عمليات تداول يوم (T+0)في رصيد حسابه لدى بنك التسوية في موعد اقصاه الساعة التاسعة من صباح يوم التداول (T+1) و يقوم السوق بتزويد كل من البنك والعضو بكشف يحدد فيه الموقف المالي (المستحقات والالتزامات المالية) لكل عضو بنهاية جلسة تداول عمل يوم (T+0) وبالتالى على العضو الذي لم يستطع أن يسدد مبلغ التسوية لأي سبب من الأسباب أن يقوم بمخاطبة السوق قبل الساعة الثانية من ظهر نفس يوم التداول (T+0) بما يفيد بتحويل الأوراق المالية الي الصندوق للسداد أو تعديل أسم المحال له مع توضيح الاسباب التي ادت لذلك . ويقوم البنك باكمال عملية التسوية المالية كحد

أقصى الساعة التاسعة والنصف من صباح يوم تداول (T+1) وإفادة السوق بنتيجة التسوية ، و على ضوء نتيجة التسوية المالية يقوم مركز الإيداع والحفظ المركزي بإجراء التسوية الورقية . و في حالة اخفاق العضو عن الوفاء ببعض أو كل التزاماته المالية ، يقوم البنك بإيقاف عملية التسوية المالية وإخطار السوق والصندوق بذلك فورا . ويقوم السوق في هذه الحاله بإرسال إخطار للعضو المقصر في نهاية يوم التسوية(T+1) بأن لديه عجز في قيمة الاوراق المالية التي نفذها في يوم (T+0) ويتوجب عليه تغطية العجز والجزاءات المالية المترتبة عليه قبل نهاية فترة التسوية المحددة ، و بموجب الاخطار الصادر من البنك يقوم صندوق الضمان فوراً بتغطية العجز واكمال عملية التسوية المالية ، ويقوم الصندوق بمخاطبة العضو الذي عجز عن اتمام التسوية بانه قد حل محله ويطالبه بالسداد خلال الفترة المحددة . إذا لم يلتزم العضو بسداد مبلغ العجز المترتب عليه للصندوق حتى الساعة التاسعة من صباح اليوم الثاني للتسوية (T+2) يقوم السوق بإيقاف العضو عن التداول وتوجيهه بضرورة سداد المبالغ المستحقة خلال فترة أقصاها نهاية ذات اليوم ، أما في حالة عدم إلتزام العضو بالسداد بنهاية يوم (T+2) فيقوم الصندوق بتكليف إحدى شركات الوساطة ببيع هذه الاوراق في اليوم (T+3) وإيداع الحصيلة لحساب الصندوق ، على أن يتم تحميل العضو بالفروقات التي تنتج عن ذلك لصالح الصندوق ، وتعود للصندوق الأرباح التي قد تنتج عن عملية البيع .

الضوابط المنظمة لعمل صندوق ضمان التسويات :

استناداً لنص المادة (٧) من لائحة التسوية والتقاص للعام ٢٠١٠م يتم إنشاء صندوق لضمان التسويات المالية والورقية للوفاء بالإلتزامات الناتجة عن عمليات تسويات الأوراق المالية ، ويضم الصندوق فى عضويته جميع أعضاء بنك التسوية . فهذا الصندوق هو صندوق ذو شخصية اعتبارية يغطي مخاطر عدم إلتزام الأعضاء بتسوية عمليات التداول وبرأس مال متغير يتكون من إشــتراكات الأعضاء بالإضافة للمبلغ المخصص من السوق .

ويعمل الصندوق على تحقيق الأهداف الأتية :

١- ضمان إكتمال تنفيذ التسوية المالية الناتجة عن عمليات التداول في السوق في يوم التسوية المحدد لها .

٢- معالجـة أي معـوقات تؤدي إلى عـدم إتمـام التسـوية المالية في الوقت المحدد لها .

٣- تغطية العجز الناتج عن عدم إلتزام أعضاء الصندوق للتسويات المالية .

٤- زيادة حجم التعاملات في السوق من خلال تعزيز ثقة المتعاملين بالسـوق وبدور الصـندوق في تحقيق الإستقرار والإنضباط في التعاملات في السوق .

و وفاءاً لنص المادتين (٧) و (٤٤) من لائحة التسوية والتقاص يصدر مدير عام السوق قراراً ينظم إدارة الصندوق وفقاً للقواعد التالية :

أ- تشكيل لجنة من ثلاثة أشخاص لإدارة الصندوق وذلك على النحو التالي :

- شخصان من الوظائف بالدرجات العليا في السوق أحدهما رئيس اللجنة .
- ممثل لاعضاء التسوية بالسوق .

ب- تكون للجنة المهام التالية :

- استثمار أموال الصندوق دون تعرضه لمخاطر غير محسوبة ويفضل ان تكون في الأوارق المالية .
- اقتراح تطوير قواعد عمل الصندوق لمواكبة التطورات التى تطرأ على السوق أو لمواجهة ممارسات الأعضاء الخاطئة .
- تسوية المنازعات التى قد تحدث بين الأعضاء والتي تقع في حدود صلاحيات الصندوق . و تنفيذ العقوبات المقررة .

تقوم اللجنة في نهاية العام المالي بتوزيع الفائض على الأعضاء كل حسب مساهمته في رأسمال الصندوق مع مراعاة الالتزامات عليهم مع الاحتفاظ بنسبة ٢٥٪ كأحتياطي على ان لا يتجاوز ١٠٠٪ من راس مال الصندوق .

ج- تكون فترة عمل اللجنة سنتان من تاريخ تشكيلها ، ويجب عند اعادة التشكيل تغيير اثنين من أعضائها على الأقل .

وقد تم تحديد مصادر موارد الصندوق فى الأتى :

١. المبلغ المخصص من السوق .
٢. إشتراكات الأعضاء في رأسمال الصندوق .
٣. عوائد إستثمار أموال الصندوق .
٤. الغرامات التي تفرض على الأعضاء المخالفين .
٥. الفروقات الناتجة من بيع الأوراق المالية التي قام الصندوق بتغطيتها .
٦. قيمة الأوراق المالية المجانية الموزعة على الأوراق المالية التي دخل الصندوق لتغطيتها .
٧. الأرباح الموزعة للأوراق المالية التي دخل الصندوق لتغطيتها .
٨. أي موارد أخرى يوافق عليها مدير عام السوق .

يتكون رأسمال الصندوق من إشتراكات الأعضاء بالإضافة لدعم من السوق حسب نص المادة ٤٤ من لائحة التسوية والتقاص ، ويحسب رأس مال الصندوق وفقا للأتى :

- يتم إعادة حساب رأس مال الصندوق واشتراكات أعضائه كل ستة أشهر .
- لا يجوز أن يقل الحد الأدنى لاشتراك أى عضو عن ١٠٠٠٠٠٠٠ جنيها .
- يحسب رأس المال على النحو التالي :

رأس مال الصندوق = معامل النشاط × الحد الأقصى للتسوية X معدل المخاطر

بحيث :

- معامل النشاط هو متوسط نشاط العضو اليومي خلال٣ أو ٦ أشهر (أيهما اكبر)
- الرقم ٢ يمثل الحد الأقصى لأيام التسوية .
- معدل المخاطر المتفق عليه هو ٣٥٪ .
- متوسط نشاط العضو =

$$\frac{\text{إجمالي قيمة البيع والشراء لعضو خلال فترة معامل النشاط}}{\text{٢ X عدد أيام التنفيذ للعضو خلال معامل النشاط}}$$

أما كيفية تحديد معدل المخاطر الخاص بكل عضو عن عدد أيام عدم الوفاء بالإلتزامات فتتم وفقا للأتى :

١- معامل الأهمية النسبية المرجح لمعدل المخاطر يحسب على النحو الأتى:

- يوم التسوية تحسب عليه ٥ نقاط
- يوم التسوية +١ يحسب عليه ١٠ نقاط
- يوم التسوية +٢ يحسب عليه ١٥ نقطة
- عند تنفيذ إجراءات البيع أوالشراء تحسب عليه ٢٠ نقطة

ومن ثم يتم إحتساب معدل المخاطر الخاصة بالعضو وفقا للجدول التالى :

جدول إحتساب معدل المخاطر الخاصة بالعضو

الفئة	المستوى المرجح لمعدل الخطر	معدل المخاطر
أ	أقل من أو يساوى ١٠ نقاط	١,٠٠مرة
ب	أكبر من ١٠ نقاط وأقل من أو يساوى ١٥ نقطة	١,٢٥ مرة
ج	أكبر من ١٥ نقطة وأقل من أو يساوى ٢٠ نقطة	١,٥٠ مرة
د	أكبر من ٢٠ نقطة	٢,٠٠ مرة

استخدام رأس مال الصندوق: يتم استخدام رأس مال الصندوق فى تسوية الحقوق والالتزامات الناتجة عن عمليات تسوية الأوراق المالية والتي تشمل الآتي :

١- سداد قيمة شراء الأوراق المالية نيابة عن العضو المقصر فى حالة عدم قيامه بسداد القيمة فى موعد التسوية المحدد.

٢- يقوم الصندوق بسداد التزامات العضو المقصر نيابة عنه فى اليوم المحدد للتسوية ، ولو تجاوزت قيمة اشتراكه فى الصندوق.

٣- يتم خصم أي مبلغ يسدده الصندوق نيابة عن العضو وعقوبات التأخير ، من مبلغ اشتراكه فى الصندوق ، ويجب على العضو سداد الاشتراك أو استكماله خلال الفترة وبالكيفية التي تحددها اللجنة .

و في حالة عدم إلتزام العضو بسداد التسوية في اليوم المحدد لها تفرض الجزاءات التالية :

١- جزاء مالي بنسبة (٠٢ ,٠٪) من قيمة الصفقة يوزع مناصفةً بين السوق والصندوق في حالة العجز عن السداد في يوم التسوية.

٢- في حالة العجز عن السداد في اليوم الأول بعد التسوية يتم ايقافه عن التداول للفترة التي يقررها السوق .

٣-في حالة استمرار العجز حتي اليوم الثاني بعد التسوية يحق للصندوق خصم مبلغ الذي قام بدفعها من إشتراك العضو في الصندوق وتقوم اللجنة بإخطار العضو باستكمال رأسماله .

٤- في حالة عدم السداد تقوم لجنة الصندوق بواسطة احدى شركات الوساطة العاملة بالسوق ببيع أو شراء الأوراق المالية التي قام الصندوق بتغطيتها ولصالحه .

٥- بعد اتمام عملية البيع تقوم لجنة الصندوق بإضافة قيمة البيع لقيمة اشتراك العضو في رأس مال الصندوق وإذا لم تكف القيمة ما تم خصمة يجب على العضو اكمال اشتراكه في رأسمال الصندوق .

٦- تقوم اللجنة برفع تقرير عن التأخير في سداد إلتزامات الأعضاء اتجاه الصندوق عند حدوث هذه المخالفات لمدير عام السوق .

٧- تقوم إدارة السوق بإنذار العضو الذي تكررت عليه العقوبات أكثر من مرة بالإيقاف

٨- إذا لم يلتزم العضو بالسداد وتكررت منه المخالفة أكثر من ثلاث مرات يوقف عن التداول ويرفع لمجلس إدارة السوق للنظر في تجميد نشاطه أو إيقافه وسحب الرخصة .

الفصل الثالث

الأوراق المالية المتداولة في

سوق الخرطوم للأوراق المالية

فى سوق الخرطوم للأوراق المالية يتم إدراج الأسهم والصكوك الحكومية وصناديق الإستثمار المختلفة، ومن ثم تتم عمليات التداول فيها ؛ حيث بلغ عدد شركات المساهمة المسجلة بالسوق بنهاية عام ٢٠١٥ سبعة وستون شركة ،يتم تداول أسهمها بجانب الصكوك السيادية التى تصدرها شركة السودان للخدمات المالية نيابة عن بنك السودان المركزى و وزارة المالية ، علاوة على ذلك فإن بعض البنوك والشركات تصدر صناديق إستثمارية ، مثل : صندوق الإيجارة الإستثمارى الذى يصدره بنك الإستثمار المالى والشركة العربية للإيجارة ، وصندوق البركة الإستثمارى الذى تصدره شركة البركة للخدمات المالية ، كمايصدرصندوق مجموعة الوطن الإستثمارى عن بنوك أمدرمان الوطنى وبنك العمال الوطنى وبنك النيلين وبنك النيل وبنك الإستثمار المالى.

كل الصكوك السيادية يتم إصدارها عبر شركة السودان للخدمات المالية التى انشئت كشركة خاصة مملوكة بنسبة ٩٩٪ لبنك السودان المركزى ونسبة ١٪ لوزارة المالية، وتم تسجيلها فى عام ١٩٩٨م لدى المسجل العام للشركات تحت قانون الشركات لعام ١٩٢٥م برأس مال مصرح به قدرة عشرة مليون دينار ورأس مال مدفوع قدرة مليونا دينار وذلك بهدف استحداث أدوات نقدية جديدة لإدارة السيولة فى الاقتصاد، لاستخدامها فى عمليات السوق المفتوح كبديل لأدوات النظام التقليدى بحيث ترتكز على أسس شرعية وتتميز بدرجة عالية من المرونة والواقعية وتستند على الصيغ الاسلامية المعتمدة من قبل هيئة الرقابة الشرعية ، وتمثلت الاغراض الاساسية للشركة فى مساعدة بنك السودان المركزى فى تنظيم السيولة العامة بهدف تحقيق أهداف السياسة النقدية بالاضافة الى قيامها بأعمال الخدمات المالية، وتمارس الشركة نشاطها حالياً فى مجال الاوراق المالية فيما يختص بإصدار وإدارة الصكوك الحكومية والمساهمة فى متابعة

تنفيذ المشروعات التنموية الاقتصادية والاجتماعية للدولة ، كما تقوم الشركة منذ إنشائها وحتى الان بإصدار عدد من الاوراق المالية بالوكالة عن وزارة المالية والاقتصاد الوطنى وبنك السودان المركزى على ان يتم اصدارها وفق المعايير الاسلامية وتخضع لتوجيهات هيئة الرقابة الشرعية للشركة ومن ثم تقوم بإدراجها فى السوق ، وتختلف مسمياتها ، إلا أنها جميعا تصدر وفقا للصيغ الاسلامية مثل صيغة المشاركة التى صدرت بها شهادات مشاركة البنك المركزى وشهادات مشاركة الحكومة، وصيغة المضاربة التى أعتمدت عليها صكوك الاستثمار الحكومية بجانب استخدام صيغة الايجارة فى شهادات ايجارة البنك المركزى وشهادات ايجارة مصفاة الخرطوم، كما استخدمت صيغة السلم فى اصدار بعض الصكوك الحكومية. **وأشهر هذه الصكوك السيادية نجد :**

١- شهادات مشاركة المركزى (شمم) ١٩٩٨م- ٢٠٠٤م :

شهادات مشاركة البنك المركزى ، وهي عبارة عن شهادات تمثل أنصبه محددة فى صندوق خاص يحتوى على الأصول المملوكة للبنك المركزى ووزارة المالية فى القطاع المصرفى والمالي. وهى بذلك نوع من توريق الأصول(أى التصكيك) . بدأ إصدار هذه الشهادات فى يونيو ١٩٩٨م بقيمة إسمية محددة مظهرة فى الشهادة قدرها عشرة الآف جنيه وقيمة محاسبية سوقية يتم اعلانها كل ثلاثه أشهر تعكس الارباح الحقيقية وجزء من الزيادة الرأسمالية فى قيمة الشهادات ، وسعر للتبادل الذي يتحدد عن طريق التفاوض المباشر بين البائع والمشترى عند تبادل الشهادة أو بنظام المزاد الذى تحكمه أسس وضوابط محددة ، منها أن يحتوى الطلب على عروض لاتزيد عن خمسة عروض وباسعار مختلفة يتم ترتيبها بطريقة تنازلية وأن لا يزيد مجموع العروض للمصرف عن ٢٥٪ من جملة المزاد ولا يسمح لأى مصرف أن يتقدم بعرض نيابة عن مصرف آخر . علما بأن هذه الشهادات ليس لها اجل محدد ومع ذلك تمثل منفذاً استثمارياً سريع التسييل للمصارف التجارية التى تتحصل على العائد منها فى شكل ارباح رأسمالية يتم تحقيقها عند بيع الشهادة ولا تدفع فيها أرباح نقدية . أما بالنسبة للبنك المركزى فتستخدم هذه الآلية من قبله للتحكم فى إدارة السيولة فإذا رأى أن النشاط الاقتصادى فى حاجة

الى سيولة عرض شراء هذه الشهادات من مالكيها ، أما إذا شعر بزيادة فى حجم السيولة عرض ما لديه من شهادات للبيع بالقدر الذى يمتص السيولة الزائدة وبالطبع يلعب السعر الذى يعرضه البنك للشهادة دوراً هاماً فى تنفيذ عمليات مزادات البيع والشراء.وقد ولى عهد هذه الشهادات بمجرد أصدار شهادات شهامه التى حققت هدفين فى آن واحد ، حيث استوفت حاجة بنك السودان المركزى كأداة اسلاميه من آليات ادارة السيولة وأسهمت فى توفير موارد لوزارة الماليه والاقتصاد الوطنى لاستخدامها فى سد عجز الموازنة. وعند توقف العمل بشهادات شمم فى ٢٠٠٤م كانت حصيلتها قد بلغت حوالى ٣٦٤٧٤٨ مليون جنيها ، علما بانها كانت تصدر بالعملة السابقه الدينار الذى تم استبدالة بعد ذلك بالجنيه السودانى الذى يعادل الف دينار .

٢- شهادات مشاركة الحكومة (شهامة) :

هي صكوك اجلها عام واحد قابل للتجديد ، قائمة على أصول حقيقية يتم اصدارها بقيمة اسمية ثابتة (٥٠٠جنيه للشهاده)تمثل انصبه محددة فى صندوق خاص مقابل حقوق ملكية الدولة فى عدد من المؤسسات ،وبدأت عملية اصدارها فى مايو ١٩٩٩م بهدف توفير آليات للبنك المركزى تعينه فى إدارة السيولة بجانب غرضها الآخر كوسيلة فعاله لتمويل الميزانية العامة تستطيع من خلالها الحكومة الحصول على موارد حقيقية من الجمهور لتغطية عجز الميزانية العامة بدلاً من اللجوء للاستدانة من النظام المصرفى. وقد حققت عائدات حقيقية تمثل الأرباح التشغيلية والرأسمالية للمؤسسات المكونة للصندوق ، و تراوحت نسبة الربحية مابين ٢٨-٣٣٪ في بداياتها وذلك بسبب الارباح العالية لبعض عناصر المكون ، مثل أسهم سوداتيل التي بلغت أرباحها حوالى ٦٤٪ آنذاك بجانب شركات الذهب و الاسمنت وغيرها من الشركات الحكومية الرابحة وتناقصت العائدات لتتراوح مابين ١٤-١٨٪في الاعوام الاخيرة بسبب مشروع خصخصة العديد من المؤسسات والشركات الرابحة . ما يميز هذة الشهادات أنها سهلة التسييل ولها سوق رائج وقابلية للتحويل الى سيولة نقديه بتداولها فى سوق الخرطوم للأوراق المالية .علما بأنها مرت ايضا بمرحلة المزادات والتي مازال البنك المركزي يمارسها

حتي تأريخة رغم مخالفة ذلك صراحة لقانون سوق الخرطوم للأوراق المالية وطلبه المتكرر لوقف هذه المزادات التى تتعارض مع قانون السوق.

٣- إصدارات الجيل الثانى من الصكوك:

بعد النجاح الملحوظ الذى أحرزته شهادات الجيل الأول كآليات غير مباشرة للسياسة النقدية وإدارة السيولة وأنها توفر للبنك المركزى بديلاً شرعيا معقولاً للاليات التقليدية للتدخل من خلال عمليات السوق المفتوح بدأ البنك المركزى ووزارة المالية فى التفكير بجدية للنظر فى استحداث صكوك وشهادات اخري خصوصا بعد أن ثبت لهما أن الشهادات أسهمت فى تثبيت سعر الصرف وخفض معدل التضخم (الى ٢,١٤٪ ثم الى ١,٨٪ خلال عامى ١٩٩٩و٢٠٠٠م) مع ارتفاع حجم التمويل المقدم للقطاع الخاص من ٥٢,٦٠٠ الى ٩٢,٥٠٠ مليون جنيه (المستهدف ٥٢,٦٠٠ و ٦٧,٦٠٠ للعامين على التوالى)، علماً بأن معدل نمو الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى ايضا ارتفع من ٦,٢٪ فى عام ١٩٩٩م الى ٨,٣٪ فى عام ٢٠٠٠م مقارنة بالمستهدف ٦,٢٪ و ٦,٥٪ على التوالى . بناء علي هذه النتائج تم طرح صكوك الجيل الثاني التى شملت الصكوك التالية، **وهى جميعها مدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية :**

i. صكوك الاستثمار الحكومية (صرح) والتي تم إصدارها في عام ٢٠٠٣على صيغة المضاربة وهي عبارة عن صكوك مالية شرعية تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولي عبر شركة السودان للخدمات المالية، وتستخدم إيرادات هذه الصكوك في تمويل مشروعات التنمية الاقتصادية والاجتماعية المختلفة ، وتدفع أرباح صرح دوريا كل ثلاثة – ستة أشهر (بواقع ١٦٪ - ٢٠٪ سنوياً) ويمكن استخدامها كضمان من الدرجة الاولى للحصول على التمويل الممنوح من المصاريف التجارية السودانية عند رهنها بمركز الإيداع بالسوق.

ii. شهادات إجارة بنك السودان المركزي (شهاب) والتي يتم إصدارها على صيغة الإجارة الإسلامية ويتم تداولها بين بنك السودان المركزي والبنوك التجارية منذ

عام ٢٠٠٥م . وتهدف شهادات (شهاب) إلى إصدار أدوات مالية (صكوك) بغرض تمكين بنك السودان المركزي من إدارة السيولة وتوفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك ويتحقق ذلك بتصكيك أصول البنك وعرضها للمصارف والمؤسسات الماليه الكبيره فقط حيث لم تعرض على المستثمرين الافراد. خلال العم ٢٠١٥ م تم تصفية هذه الشهادات حيث يقوم البنك المركزى بإعداد مايلزم لإصدارة ثانية منها قريبا.

iii. شهادات الاستثمار الجماعي بالعملات الأجنبية (شموخ) وهي شهادات أجلها عام واحد (أبريل ٢٠٠٩م – ابريل ٢٠١٠م) تمنح المستثمرين الفرصة في الاستثمار في صندوق تمويل استيراد سلع استراتيجية وفقاً لصيغ التمويل الإسلامي ، وهى تهدف إلى تمكين بنك السودان المركزي من إدارة موارد البلاد من النقد الأجنبي و تحقيق عائد مجزي للمستثمرين بالعملة الأجنبية. إلا أن هذه الشهادة لم تحقق هدفها بتمويل استيراد سلع مباشرة وبقت فى حساب طرف بنك السودان المركزى الى أن تمت تصفيتها فى أبريل من عام ٢٠١٠م دون الدخول فى تجربة أخرى ، حيث لم يتم تداولها بالسوق الثانوى نسبة للصعوبات التى واجهت البنك نتيجة لتآكل الإحتياطى القومى من العملات الصعبة ،خصوصا وأن أرباح هذه الصكوك كانت تتراوح مابين ٥٪ الى ٧٪ وتوزع بالدولار الأمريكى.

iv. شهادات إجارة مصفاة الخرطوم للبترول(شامة)(٢٠١٠م) وهي تقوم علي تصكيك نصيب الحكومة في مصفاة تكرير البترول المنشأة بالجيلي شمالي مدينة الخرطوم بحري بشراكة متناقصة مع شركات صينية وتتجاوز حصة الحكومة آنذاك حوالى ٨٣٪ من قيمة المصفاة التي تبلغ حوالي ملياري جنيه سودانى . تهدف هذه الشهادات الي توفير موارد مالية للدولة مع تمكين المستثمرين من الحصول علي عائدات سنوية تبلغ ١٤٪ توزع ربع سنوية كأول تجربة لتوزيع عائدات صكوك الاجارة بشكل ربع سنوي .كما أنة لاول مرة تصدر صكوك

من وزارة الماليه يبلغ اجلها سبعة أعوام إذ أن الصكوك الاخري كلها يبلغ أجآلها ثلاثة اعوام الى ستة أعوام ، الا صكوك شهاب الخاصة بالبنك المركزى التى يبلغ اجلها عشرة أعوام .

كما أصدرت وزارة المالية شهادات إجارة الشركة السودانية لنقل الكهرباء و شهادات إجارة الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء (نور و شاشة)على نفس النسق إلا أنها كانت تستهدف معالجات لمستحقات على وزارة المالية ولم تكتسب شهرة الصكوك السابقة ولم تحظ بنصيب وافر فى التداول اليومى بسوق الخرطوم للأوراق المالية .كما تم إصدار شهادات إجارة أصول برج وزارة المالية والتخطيط الإقتصادى فى ديسمبر ٢٠١٤م ولم يتم إدراجها بالسوق بعد، وهى بمبلغ لايتجاوز مائة وخمسون مليونا من الجنيهات السودانية . ومن الجدول أدناه يتضح أن حجم الصكوك السيادية المدرجة بالسوق يبلغ حوالى خمسة مليارات جنيها سودانيا ، تحظى شهادات شهامة بنسبة ٩٥٪ منها ويبلغ متوسط التداول اليومى فيها اكثر من ٢٠ مليون جنيهاً مقارنةً بمتوسط تداول يومي خلال عام ٢٠١٤م بلغ ١٦,٤ مليون جنيها سودانيا . عموما نجد ان السوق يعتمد فى السنوات الأخيرة على التداول فى الصكوك أكثر من الأسهم حيث بلغت حصتها من التداول حوالى ٩٨٪ فى عام ٢٠١٥ م مقارنة بنسبة ١,٤٪ فى عام ٢٠٠٠م حيث كانت فترة نشاط أسهم شركة الإتصالات السودانية (سوداتيل) والتي كانت تشكل نسبة ٩٠ ٪ من حجم التداول الكلي بالسوق.

جدول بيانات التداول القطاعية لعام ٢٠١٥م

اسم القطاع	عدد الأسهم،الصكوك المتداولة	حجم التداول	عدد الصفقات	النسبة من الإجمالي	
				عدد الأسهم ، الصكوك	حجم التداول
البنوك	230,834,204	104,785,470	545	63	2
التأمين	1,664,819	1,377,661	12	1	0
التجاري	234,003	2,375,928	28	1	0
الزراعي	45	450	1	0	0
الصناعي	16,918,433	6,477,886	7	4	0
الوسائط والاتصالات	16,210,949	34,614,543	161	21	1
الخدمات المالية	697,150	810,600	7	0	0
الاستثمار والتنمية	5,877,032	14,666,801	69	9	0
اجمالي الأسهم	272,436,635	165,109,339	830	100	
الصناديق	860,128	8,790,347	81	0	0
الشهادات	11,433,444	6,077,543,532	29,396	100	97
اجمالي الصكوك	12,293,572	6,086,333,879	29,477	100	
الجملة		6,251,443,218	30,307		100

المصدر: سوق الخرطوم للأوراق المالية

الصناديق الإستثمارية والأسهم : وفقا لبيانات سوق الخرطوم للأوراق المالية ، فقد بلغت الصناديق الإستثمارية المصدرة بنهاية عام ٢٠١٥م خمسة صناديق ، مسجلة تراجعا كبيرا من عدد ٢٥ صندوقا فى عام ٢٠١١م كانت تصدرها بنوك الإستثمار وشركات الوساطة المرخص لها . أما نشاط الأسهم فيعتبر ضعيفا فى السنوات الأخيرة رغم أن هناك سبعة وستون شركة مدرجة بالسوق . و وفقا للجدول أدناه فان الجهات المصدرة للصناديق حاليا إما بنوك أو شركات وساطة مملوكة لبنوك تجارية.

معلومات عن الصناديق الإستثمارية المدرجة في السوق بنهاية ٢٠١٥م (بالمليون جنيه سوداني)

إسم الصندوق	رأس المال	الجهة المصدرة	العمر بالشهر	أغراض الصندوق	البداية
الشامل الثالث للإستثمار في الصكوك الحكومية	٢٠	بنك الإستثمار المالي	٦٠	- تنمية أموال المساهمين في الصندوق - توسيع (زيادة عرض الاوراق المالية المسجلة في السوق - تنشيط فكرة صناع السوق في مجال الاصدارات المالية الحكومية	٢٠١٣م
مجموعة الوطن الإستثماري الثالث	٣٣	بنك الإستثمار- أم درمان الوطني -العمال الوطني+ بنك النيلين- النيل	٣٦	- الإستثمار في الاوراق المالية الجيدة في السوق. - التنويع الجيد لمكونات الصندوق - التمويل عبر الصيغ الشرعية المختلفة	٢٠١٤م
الإجارة الإستثماري	٣٥	بنك الاستثمار المالي	٦٠	- تنمية أموال المساهمين في الصندوق - التنويع الجيد لمكونات الصندوق	٢٠١٥م
البركة الإستثماري	٨	شركة البركة للخدمات المالية	٣٦	- تنمية أموال المساهمين في الصندوق - زيادة عرض الاوراق المالية المسجلة في السوق. * تنشيط فكرة صناع السوق.	٢٠١٤م

المصدر : بيانات سوق الخرطوم للأوراق المالية

الفصل الرابع

مستقبل سوق الخرطوم للأوراق المالية

يعتبر سوق الخرطوم للأوراق المالية نموذجا عمليا لسوق أوراق مالية إسلامى هيئة له البنية الأساسية المطلوبة فى دولة تعمل كل أجهزتها المالية والإقتصادية وفقا للشرعية الإسلامية ، وتطبق الشرعية الإسلامية فى كآفة المعاملات بالجهاز المصرفى بما فية البنك المركزى نفسة ، كما وتوجد هيئة عليا للرقابة الشرعية وهيئات رقابة شرعية فى كل المصارف بجانب الهيئة الشرعية للسوق نفسه. كما أن تبنى السوق لنظام التداول الإلكترونى سينطلق به الى آفاق أرحب خصوصا وأن الدولة بدأت فى إتخاذ الإجراءات اللازمة نحو أنشاء سلطة تنظيم اسواق المال والتى ستقوم بدورها فى تنظيم الأسواق والإصدارات ، كما أن القانون منح لها الحق فى إنشاء مركز منفصل للإيداع ، بجانب ذلك فقد شرع السوق فى إستكمال إجراءت شراء مقر دائم للسوق بدلا عن المقر المستأجر حاليا. ويلاحظ أن قضية تطوير سوق الخرطوم للأوراق المالية تحظى باهتمام بالغ فى الأوساط الحكومية في هذه المرحلة في ضوء التحديات الكبيرة التي يواجهها الإقتصاد السودانى لتلبية الاحتياجات التمويلية المتزايدة في ظل العجز المتفاقم فى موازنة الدولة وضعف حجم الاستثمارات الاجنبية، وإنتهاج برامج الخصخصة كما ويعتبر تطوير السوق حجر الزاوية في محاور إصلاح وتطوير قطاعات التمويل المحلي وفقا للخطة الإستراتيجية للدولة ويعود ذلك للوظائف المتعددة التي يمكن ان يحققها السوق سواء على صعيد الاستقرار المالي أو على صعيد السياسات النقدية ، كما أن الدولة بدات المساعى لإنشاء أسواق أخرى حيث ناقش مجلس الوزراء دراسة إنشاء بورصة الذهب والمعادن النفيسة وكونت لجان لإعداد الدراسات اللازمة لإنشاء بورصة السلع وبورصة خاصة بالصمغ العربى.

بيد أن الكثير من الصعوبات والعقبات تنتظر هذه التطورات وتقف حائلا أمامها ، **مثلما يعانى منها السوق الحالى والتى تشمل:**

١. ضعف ملاءة شركات الوساطة المالية وندرة الكفآت المدربة فى مجال الأسواق المالية بها ، وهذا يتطلب حثها على تقوية مراكزها المالية وبناء قدرات كوادرها مهنيا وتدريبهم المستمر لبناء قدراتهم فى مجال عمليات أسواق المال.

٢. على الرغم من التحسن النسبي في بعض جوانب البنيه التحتية لسوق الخرطوم للأوراق المالية بتحديث أنظمة التداول الإلكترونى وإنشاء موقع الكترونى تفاعلى وبدء عمل بنك التسوية وصندوق ضمان التسويات بشكل منظم ومنتظم ، إلا أن هناك الكثير الذى يجب عمله من ناحية التشريعات والنظم خصوصا بعد صدور قانون سلطة أسواق المال لعام٢٠١٥ م وقانون السوق الجديد ، وذلك لتنشيط التداول فى أسهم الشركات بدلا عن الإعتماد على التداول فى الصكوك ، وبالأخص السيادية منها.

٣. صغر حجم السوق يؤثر كثيرا على أدائه وذلك لضعف رأس مال الشركات المدرجة و قلة المعروض من الأدوات المالية المتداولة بالسوق (بالأخص الأسهم) مما يتطلب من الدولة التخفيف من الرسوم المفروضه على تسجيل رأس المال ، مع السعى لإجراء عمليات خصخصة الشركات الحكومية الناجحة من خلال السوق لرفع مستوى التداول و إضعاف هيمنة الصكوك على عمليات التداول .

٤. كما أن صغر حجم الاقتصاد السودانى يمثل عائقا أمام الاستفادة من مزايا السوق ، وعلاج ذلك يعود الى عدد من الخيارات والتي أثبتتها التجارب في الدول العربية مثل السماح بدخول المؤسسات المالية المصرفية وشركات الوساطة الأجنبية سعيا لتوسيع السوق وتعزيز سيولته الا ان ذلك قد يتطلب وجود البيئة المناسبة لهذه المؤسسات والشركات والعمل على إستقرار سعر الصرف وكبح جماح التضخم.

٥. عدم توفير المعلومات اللازمة والإفصاح عن الأوراق المالية الحكومية بالشكل الذي يسهم في زيادة التعريف ورفع مستوى الوعي بها ، مع الإفصاح التام عن برامج وخطط الإصدارات الحكومية.

٦. ضعف الوعى الإدخارى ، وعدم تشجيع الدولة لشركات المساهمة العامة فى السياسات التمويلية و المالية والضرائبية ، لايشجع على تحول الشركات الخاصة والعائلية الى شركات مساهمة عامة. مما قد يتطلب إنشاء بورصة خاصة للشركات الصغيرة و المتوسطة ، لتكون نواة لتشجيع الشركات الخاصة للإنضمام مستقبلا لنادى الشركات المساهمة بالتعود على عمليات التداول ومن ثم التحول والإدراج بالسوق.

عليه يمكن إيجاز أبرز التحديات القادمة للسلطة والسوق فى النقاط الأتية :

- العمل بشدة على تجويد معايير حوكمة الشركات وتطبيقها بفاعلية.

- السعى لإقناع الدولة لتسهيل إجرات وخفض تكلفة تسجيل أو زيادة رأس المال المصرح به بالنسبة لشركات المساهمة العامة.

- تشجيع تحول الشركات الخاصة والعائلية والحكومية (الناجحة) الى شركات مساهمة عامة وإدراجها بالسوق ، وذلك من خلال التشجيع الضريبى وخصها بسياسات تمويلية مميزة لها ، تساعد على خفض تكلفة التمويل من الجهاز المصرفى .

- تهيئة البيئة المناسبة لإستقطاب الإستثمار الأجنبى المستقر.

- العمل على أن يكون السوق هو المرآة التى تعكس كافة مؤشرات الإقتصاد القومى ، من خلال رفع مستوى كفاءة وفاعلية السوق ورفع مستوى الوعى الإدخارى والإستثمارى.

- تشجيع الصكوك والصناديق التى تهدف الى تمويل عمليات التنمية الإقتصادية والإجتماعية ورفع مستوى الإنتاج و الإنتاجية مع الإهتمام بالمحافظة على البيئة .

- تركيز الإهتمام على الشركات المتوسطة والصغيرة ، والعمل نشر مفاهيم الشراكة الإستراتيجية وعمليات الإندماج والإستحواذ التى تقوى من بنية هذه الشركات.

- العمل الدؤوب لرفع ملاءة شركات الوساطة المالية وتقديم الدعم المؤسسى اللازم لها لتلعب الدور المناط بها على الوجه الأكمل.

- التركيز على التطور التقنى والمهنى للسوق وإستكمال عمليات التحول الإلكترونى التام فى كافة مجالاته.

- السعى لأنشاء بورصات السلع والذهب والنقد الأجنبى لإستكمال منظومة الأسواق وفقا لتوجهات الدولة فى هذا الشأن.

المراجع

- البرواري، شعبان محمد: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دمشق، دار الفكر، ط٢٠٠١م.
- أبو النصر، عصام عبد الهادي: أسواق الأوراق المالية (البورصة) في الفقه الإسلامى ، القاهرة: دار النشر للجامعات الطبعة الأولى ٢٠٠٦م
- الزبيدي، حمزة محمود: الاستثمار في الأوراق المالية ،عمان - الأردن، مؤسسة الوراق، الطبعة الأولى، ٢٠٠١ م.
- الزحيلي، وهبة: المعاملات المالية المعاصرة ، دمشق ، سورية، دار الفكر، الطبعة الأولى٢٠٠٢ م.
- الشريف ، عاطف ياسين :البورصة ... صراع الثيران والدببة ، مطابع العاصمة ٢٠١٥
- د.أحمد، محيي الدين أحمد: أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي:جدة، مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، ١٩٩٠ م.
- د.الهندى ، منير إبراهيم : أدوات الإستثمار فى أسواق رأس المال والأسواق المعاصرة والمستقبلية ، الأكاديمية العربية ، عمان ، الأردن ١٩٩٤م
- د. الهندى ، منير إبراهيم : الأوراق المالية وأسواق رأس المال ،منشأة دار المعارف الإسكندرية – القاهرة ١٩٩٣م.
- د.الهندي، منير إبراهيم : أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، البحرين، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، ١٩٩٣ م.

- الشويقرى ، بندر بن محمد: الإستثمار عالميا – أسواق المال – البورصات – صناديق الإستثمار ، الأدوات – الوسائل ،دار أسرار الإبداع للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ١٤٢٩هـ - ٢٠٠٨م

- د. علوش، جعفر باقر :اقتصاديات الاستثمار في الاسواق المالية ٢٠١٠ م .
- عفيفي، عبد الرزاق: بورصة الأوراق والتعاملات المالية والضرائب ،المكتبة الشاملة، الإصدار الثاني، ٢٠٠٦م
- بني هاني، حسين: الأسواق المالية : طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، عمان – الأردن، دار الكندي، الطبعة الأولى، 2002 م.
- التميمي، أرشيد، وسلام، أسامة عزمي: الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر، عمان الطبعة الأولى، 2004 م.
- الجمل، جمال جويدان:دراسات في الأسواق المالية والنقدية"، عمان -الأردن، دار صفاء، الطبعة الأولى ، 2002 م.
- شلبى ،على:بورصة الأوراق المالية ' دراسة علمية وعملية ، مكتبة النهضة المصرية١٩٦٢
- د. حمامى، عبدالكريم : أهم طرق الإستثمار فى أسواق المال ، فصلت للدراسات والترجمة والنشر ، حلب ، سوريا ،الطبعة الأولى ١٤٢٠هـ - ١٩٩٩م
- جابر، محمد صالح :الإستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية ، دار الرشيد للنشر ، بغداد ، العراق ، ١٩٨٢م
- حبش، محمد محمود: الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، تطبيقات عملية ، الطبعة الأولى، بنك الأردن المحدود، عمان، 1998 م.
- حمود، سامي حسن : الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة ، البنك الإسلامي للتنمية، جدة ، المملكة العربية السعودية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 1998 م.

- المنذري، سليمان : الأسواق العربية لرأس المال ، دار الرازي، بيروت، طبعة أولي ١٩٨٧ م.
- د. مناضل عباس حسين ، ود. خضير مهدي صالح عوز: الاسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسى جامعة كربلاء -كلية الإدارة والاقتصاد(نسخة الكترونية)
- هارون، محمد صبري : أحكام السوق المالية، الأسهم والسندات ضوابط الانتفاع و التصرف بها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للطباعة و النشر و التوزيع، عمان. ١٩٩٩ م.
- حسين، عصام: أسواق الأوراق المالية(البورصة) دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان ،ط٢٠٠٨م.
- الأسرج، حسين عبد المطلب: دور سوق الأوراق المالية فى تنمية الادخار فى مصر رسالة ماجستير فى الاقتصاد
- د.أندراوس، عاطف وليم: أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادى والتحرر المالى ومتطلبات تطويرها ، دار الفكر العربى ٢٠٠٦م
- الخليل، أحمد بن محمد، : الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، المملكة العربية السعودية، دار ابن الجوزي، الطبعة الثانية، ٢٠٠٥ م.
- رضوان، سمير عبد الحميد، : أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ١٩٩٦ م .
- بوني ، محمد ثالث :أسواق الأوراق المالية (البورصة) في الفقه الإسلامي (دراسة تقويمية لنظام البورصة في جمهورية بينين) ، بحث تكميلي لنيل درجة الماجستير في معارف الوحي والتراث (قسم الفقه وأصول الفقه) كلية معارف الوحي والعلوم الإنسانية الجامعة الإسلامية العالمية – ماليزيا ،حزيران ٢٠٠٨
- د.عطية، فياض: سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دراسة مقارنة بين الفقه الإسلامي والقانون الوضعي، القاهرة، دار النشر للجامعات ١٩٩٨ م.

- النشار، محمد عبد الفتاح:الأسهم في سوق الأوراق المالية، رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ٢٠٠٦ م.
- د سمور ، نبيل خليل طه :سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ٢٠٠٧م .
- سمور ، نبيل خليل طه سمور: سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق" دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا" الجامعة الإسلامية-غزة ١٤٢٨ ه ٢٠٠٧ م أطروحة ماجستير (نسخة الكترونية)
- أ.د.اديب قاسم :الاسواق المالية واثرها في التنمية الاقتصادية (نسخة الكترونية)
- د. ا لبربري ، صالح بن أحمد: «المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة». بحث مقدم ضمن مؤتمر سوق الأوراق المالية والبورصات، من تنظيم كلية الشريعة والقانون جامعة الإمارات من ٦ إلى ٨ مارس ٢٠٠٧م.
- السحيباني، محمد بن إبراهيم: التلاعب في الأسواق المالية البعد الإقتصادي، ورقة عمل مقدمة في ندوة المضاربة والتلاعب في الأسواق المالية: الأبعاد الاقتصادية والقانونية والشرعية الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل الرياض، الأربعاء ٢٧ صفر ١٤٢٩هـ (الموافق ٥ مارس ٢٠٠٨م).
- النجار، فريد : البورصات والهندسة المالية ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية ، ١٩٩٩ م.
- مجمع الفقه الإسلامي: قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي للدوارات من ١ إلى ١٤، تنسيق وتعليق عبد الستار أبو غدة، (جدة، المملكة العربية السعودية، ط٢٠٠٣م). أنظر أيضا في دورتيه الثامنة عشرة والتاسعة عشرة، (مكة المكرمة، الطبعة الأولى، د. ت).
- الزحيلي، وهبة، " السوق المالية"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره السادس بجدة في المملكة العربية السعودية ، العدد السادس، الجزء الثاني، ١٩٩٠ م.

- الشريف، محمد عبد الغفار، " أحكام السوق المالية " ، مجلة مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره السادس بجدة في المملكة العربية السعودية ، العدد السادس، الجزء الثاني، ١٩٩٠ م.
- الفيروز آبادي، محمد بن يعقوب: القاموس المحيط، (بيروت: دار الرسالة، ط١٩٨٦م).
- د . شحاته ،حسين : من معالم الحج، إنشاء السوق الإسلامية المشتركة- بحث من سلسلة بحوث ودراسات في الفكر الاقتصادي الإسلامي.ص٢.
- د. تنيضب الفايدي : مقال بعنوان (سوق المدينة (المناخة) أسسه رسول الله صلى الله عليه. - نشر في صحيفة المدينه السعودية – العدد١٨٦٢٢- الجمعة ١٨/ ٤/ ٢٠١٤م.
- السمهودي خلاصة الوفا بأخبار دار المصطفى ص: ٥- ١٧٦.
- التقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية (٢٠٠٠- ٢٠١٤م)
- التقارير السنوية لشركة السودان للخدمات المالية (٢٠٠٠- ٢٠١٤م)
- الموقع الإلكترونى لصندوق النقد العربى.
- المواقع الإلكترونية للبورصات العالمية والعربية والإفريقية .

المحتويات

الباب الأول : ماهية الأسواق المالية

الباب الرابع : الدور الإقتصادى لأسواق المال

د. أزهري الطيب الفكي أحمد

كاتب سوداني حائز على دكتوراه الفلسفة في الإقتصاد وله ماجستير في التخطيط الإقتصادى بجانب دبلوم عالي في الإحصاء وآخر في التنمية والتخطيط وشهادة إدارة نظم المعلومات، كما أنه حائز على شهادة محكم في نموذج التميز الأوربي.

يعمل حاليا مديرا عاما لسوق الخرطوم للأوراق المالية، وكان يشغل وظيفة مساعد محافظ البنك المركزي السوداني كما عمل في وظائف قيادية ببعض المصارف والمؤسسات المالية السودانية والإقليمية، وبوزارة المالية ووزارة التخطيط الإقتصادى بالسودان ،كما كلف بإنشاء أول مصفاة للذهب بالسودان ومشرفا عليها حتى افتتاحها ، علاوة على عمله في وظائف قيادية بجامعات سودانية و عضويته فى مجالس الأمناء بها ، فقد أشرف على الكثير من الرسائل الجامعية وشارك في الكثير من المؤتمرات وورش العمل والسمنارات العالمية والمحلية وقدم فيها العديد من الأوراق العلمية. للكاتب مؤلفات منشورة وبعضها تحت النشر.







Samir Alawneh
079 732 9119